

94 / 17

**O MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS
E A CRISE DE 1987**

por

Eduardo J. F. R. Branco

**Faculdade de Economia
da
Universidade Nova de Lisboa**

Abril de 1993



**O MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS
E A CRISE DE 1987**

por

Eduardo J. F. R. Branco

**Dissertação apresentada como requisito
parcial para obtenção do grau de**

Mestre em Gestão de Empresas

pela

Faculdade de Economia

da

Universidade Nova de Lisboa

O conteúdo desta dissertação reflecte as ideias do Autor e não responsabiliza a Faculdade de Economia da Universidade de Lisboa.

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer, em primeiro lugar, ao Prof. Neves Adelino a sugestão deste trabalho, bem como os conselhos e o contínuo apoio que me concedeu ao longo da sua elaboração.

À minha mulher agradeço a paciência e compreensão, nunca regateadas.

Finalmente uma palavra muito especial de agradecimento e carinho para a minha mãe, desaparecida enquanto decorria este trabalho.

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| 1. INTRODUÇÃO..... | 1 |
| 2. APRESENTAÇÃO DAS ABORDAGENS EXISTENTES NA BIBLIOGRAFIA.... | 4 |
| 2.1. PERSPECTIVA DOS ACONTECIMENTOS..... | 6 |
| 2.2. MICROESTRUTURA DOS MERCADOS..... | 8 |
| 2.3. ARTICULAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS..... | 18 |
| 2.4. ARTICULAÇÃO DOS MERCADOS COM A ECONOMIA..... | 21 |
| 2.5. CAUSAS DA QUEDA DO MERCADO..... | 23 |
| 3. ANÁLISE DOS ACONTECIMENTOS..... | 30 |
| 3.1. INTRODUÇÃO..... | 30 |
| 3.1.1. METODOLOGIA..... | 30 |
| 3.1.2. DADOS..... | 32 |
| 3.2. A EVOLUÇÃO DO MERCADO PORTUGUÊS E A EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS MERCADOS..... | 33 |
| 3.2.1. COMPORTAMENTO DO ÍNDICE BTA AO LONGO DE 1986 E 1987..... | 33 |
| 3.2.2. COMPARAÇÃO DO ÍNDICE BTA COM OS ÍNDICES DOS PRINCIPAIS MERCADOS..... | 41 |
| 3.3. ANÁLISE DOS VÁRIOS SEGMENTOS DO MERCADO..... | 49 |
| 3.3.1. MERCADO DAS OPV'S VS MERCADO SECUNDÁRIO..... | 49 |
| 3.3.2. MERCADO FORA DE BOLSA..... | 54 |
| 3.4. COMPORTAMENTO DOS AGENTES ECONÓMICOS..... | 57 |
| 3.4.1. TENDÊNCIAS GERAIS..... | 57 |
| 3.4.1.1. COMPORTAMENTO DOS AGENTES EM GERAL... | 57 |
| 3.4.1.2. COMPORTAMENTO DOS ESTRANGEIROS..... | 60 |
| 3.4.2. SELECÇÃO DOS TÍTULOS FACE ÀS ALTERAÇÕES DE EXPECTATIVAS..... | 63 |
| 3.4.3. CAPACIDADE DE ENCONTRO/DESENCONTRO FACE ÀS | |

| | |
|---|-----|
| ALTERAÇÕES DAS EXPECTATIVAS E DAS REGRAS DO MERCADO..... | 67 |
| 3.4.4. APLICAÇÃO DE UM MODELO DE VALORIZAÇÃO..... | 79 |
| 3.4.4.1. APRESENTAÇÃO DO MODELO..... | 79 |
| 3.4.4.2. APRESENTAÇÃO DA METODOLOGIA UTILIZADA..... | 81 |
| 3.4.4.3. EVOLUÇÃO DO PRÉMIO DE RISCO..... | 85 |
| 3.4.4.4. EVOLUÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE CRESCIMENTO DAS EMPRESAS..... | 88 |
| 3.4.4.5. EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE MERCADO PER E DIVIDEND-YIELD..... | 91 |
| 4. CONCLUSÕES..... | 98 |
| 4.1. A REALIDADE E A SUA INTERPRETAÇÃO..... | 98 |
| 4.2. PORQUE SE DEU O "CRASH"..... | 101 |
| 4.2.1. ASPECTOS COMUNS A TODOS OS MERCADOS..... | 101 |
| 4.2.2. ASPECTOS ESPECÍFICOS DO MERCADO PORTUGUÊS..... | 102 |
| 4.3. POSSIBILIDADE OU IMPOSSIBILIDADE DE SE EVITAR A CRISE | 108 |
| 4.4. QUESTÕES PARA POSTERIORES INVESTIGAÇÕES..... | 112 |

ANEXOS

| | |
|--|-----|
| A - O MERCADO DE TÍTULOS..... | 114 |
| A.1. MERCADOS EXISTENTES..... | 114 |
| A.2. A IMPORTÂNCIA DO MERCADO SECUNDÁRIO..... | 115 |
| A.2.1. A PERSPECTIVA DAS EMPRESAS COTADAS..... | 115 |
| A.2.2. A PERSPECTIVA DOS AGENTES DO MERCADO..... | 116 |
| A.3. O MERCADO SECUNDÁRIO E A SUA PERFORMANCE..... | 118 |
| A.3.1. EFICIÊNCIA DE INFORMAÇÃO..... | 118 |
| A.3.2. EFICIÊNCIA OPERACIONAL..... | 119 |
| A.3.3. COMPETITIVIDADE DO MERCADO..... | 119 |

Índice

| | |
|--|-----|
| A.4. FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS SECUNDÁRIOS..... | 120 |
| A.4.1. TIPOS DE OPERAÇÕES..... | 120 |
| A.4.2. ORDENS..... | 120 |
| A.4.3. ENTIDADES QUE INTREVEEM NAS TRANSACÇÕES..... | 121 |
| A.4.4. MODOS DE FUNCIONAMENTO..... | 121 |
| A.4.5. PRIORIDADES NA EXECUÇÃO DAS TRANSACÇÕES..... | 122 |
| A.4.6. PROCESSOS DE FIXAÇÃO DAS COTAÇÕES..... | 123 |
| A.4.7. MECANISMOS DE ESTABILIZAÇÃO DAS COTAÇÕES..... | 124 |
| A.5. REGRAS ESPECÍFICAS DO MERCADO PORTUGUÊS EM 1987..... | 125 |
| A.5.1. MERCADO SECUNDÁRIO..... | 125 |
| A.5.1.1. ORDENS..... | 125 |
| A.5.1.2. PROCESSO DE FIXAÇÃO DA COTAÇÃO..... | 126 |
| A.5.1.3. MECANISMOS DE ESTABILIZAÇÃO DAS COTAÇÕES..... | 127 |
| A.5.1.4. LIQUIDAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE BOLSA.... | 128 |
| A.5.1.5. TAXAS E IMPOSTOS..... | 130 |
| A.5.2. MERCADO DAS OPV's..... | 131 |
| A.5.2.1. FORMAÇÃO DO PREÇO-BASE..... | 131 |
| A.5.2.2. PROCESSO DE REALIZAÇÃO DAS OPV's..... | 132 |
| B - OFERTAS PÚBLICAS DE VENDA DURANTE A CRISE DO MERCADO..... | 134 |
| C - APRESENTAÇÃO DA PERSPECTIVA CONTEMPORÂNEA DOS ACONTECIMENTOS..... | 147 |
| C.1. INTRODUÇÃO..... | 147 |
| C.2. DESCRIÇÃO DOS ACONTECIMENTOS..... | 152 |
| D - APRESENTAÇÃO DO MODELO (MODELO DE GORDON)..... | 185 |

1. INTRODUÇÃO

A queda do mercado de capitais, em Outubro de 1987, continua a ser uma assunto com interesse. Com efeito a explicação, pelo menos parcial, da apatia que desde essa data se tem observado no mercado de capitais português, parece assentar na crise de confiança radicada nos investidores após Outubro de 1987.

Apesar do muito que se escreveu e comentou na imprensa da época, o assunto nunca chegou a ser aprofundado, com a capacidade de análise que a distância no tempo permite. No presente trabalho pretende-se justamente apresentar uma análise interpretativa, e tanto quanto possível explicativa, dos acontecimentos no mercado de capitais português no último quadrimestre de 1987.

Começou-se o estudo por uma pesquisa hemerográfica, da qual resultou uma descrição dos acontecimentos então verificados em Portugal (Anexo C).

Seguidamente procedeu-se ao levantamento e análise dos principais trabalhos publicados sobre o "crash" de Outubro de 87, afim de se identificarem modos e factores comuns do comportamento dos mercados de capitais português e global.

Da análise destes elementos passou-se ao aprofundamento dos principais mercados de accões dando-se especial relevância ao mercado secundário, para o qual se identificaram os modos e mecanismos de funcionamento.

Precisada a metodologia intepretativa de funcionamento dos mercados secundários em geral, particularizou-se a sua aplicação ao caso do mercado português, para o qual se estudou a evolução e se estabeleceu a comparação com o comportamento dos principais mercado mundiais numa prespectiva de curto prazo (todo o mês de Outubro) e de curto-médio prazo (cinco meses seguintes ao "crash"). Com esta comparação, procurou-se isolar os fenómenos específicos do mercado português, e elaborar uma primeira explicação da diferenciação do seu comportamento.

Fez-se, depois, uma análise do comportamento das diferentes componentes do mercado de acções. Começou-se por uma comparação entre o mercado secundário e o mercado das OPV's para verificar se, conforme a opinião da época, o último teria reagido com maior inércia aos acontecimentos. Aborda-se, em seguida, o mercado fora-de-bolsa, com o objectivo de verificar a possibilidade de saída dos grandes investidores através deste canal, na altura em que o mercado em bolsa não conseguia ter liquidez.

Seguidamente procedeu-se a uma análise de vários aspectos do comportamento dos agentes económicos nomeadamente, os reflexos gerais do seu comportamento em relação ao volume e valor das transacções e a reacção dos investidores estrangeiros.

Aprecia-se depois, com mais detalhe, o comportamento dos agentes, no que respeita à selecção dos títulos, face às alterações de expectativas. Analisa-se a capacidade de encontro/ desencontro das transacção ao longo da crise, a fim de se observar a resposta dos agentes, às alterações ocorridas nas regras regulamentadoras do mercado.

Depois de tratados os elementos referidos adoptou-se um modelo de valorização que se aplicou a uma amostra de empresas do universo das estudadas, no qual foram utilizadas cotações e outros dados correspondentes ao período de Dezembro de 86 a Dezembro de 87.

Com esta aplicação, fez-se uma avaliação do comportamento dos investidores, no que respeita à aversão ao risco e à evolução da valorização das expectativas de crescimento futuro das empresas, ao longo de todo o ano de 1987.

Tendo em vista a comparação com os mercados internacionais, determinaram-se ainda, para a amostra referida, os valores dos indicadores PER e Dividend Yield .

Finalmente são reunidas as conclusões do estudo, em que se deu particular ênfase aos aspectos relacionados com as suas regras de funcionamento e a actuação dos operadores. No seguimento destas conclusões formulam-se algumas questões passíveis de serem tratadas em ulteriores trabalhos de investigação.

2. APRESENTAÇÃO DAS ABORDAGENS EXISTENTES NA BIBLIOGRAFIA

As abordagens existentes na Literatura de Finanças sobre o "crash" de 19 de Outubro de 1987 incidem, fundamentalmente, sobre o mercado de capitais dos EUA.

De uma forma geral estas abordagens resultam de solicitações provenientes de:

- órgãos do poder;
- organizações responsáveis pelos mercados de capitais;
- instituições regulamentadoras dos vários mercados;
- organismos vocacionados para estudos dos mercados financeiros.

No primeiro grupo temos o estudo denominado "Brady Report" [1] que, por ter sido solicitado directamente pelo Presidente dos EUA, e por ter sido dos primeiros a ser elaborado, acabou por ser uma referência para os restantes. Também o relatório do General Accounting Office (GAO) [2] por ter sido encomendado por vários comités do Congresso, para fornecer um auxílio nas eventuais acções legislativas ou regulatórias, pode ser considerado no primeiro grupo.

No segundo grupo inclui-se o estudo encomendado pelo Chicago Mercantile Exchange (CME) a uma equipa coordenada por Merton Miller [3] e o estudo "The International Stock Exchange of Great Britain" (ISEGB) incluído no "The Quality of Markets Report" do Inverno 1987/88 [4].

No terceiro grupo pode ser considerado o estudo encomendado pela "U.S. Commodity Futures Trading Commission" (CFTC) [5] e o relatório elaborado pela "Division of Market Regulation U.S. Securities and Exchange Commission" (SEC) [6].

Finalmente, no último grupo, consideram-se os estudos de Robert J. Barro [7], de Eugene F. Fama [8], de Daniel R. Fischel [9], de Allan H. Meltzer [10], de Richard Roll [11] e de Lester G. Telser [12], que resultaram de convites endereçados pelo "Mid America Institute" aos autores para, de uma forma independente, analisarem os acontecimentos do "crash" de 19 de Outubro e apresentarem as suas conclusões. Também os artigos de Merton Miller "The Crash of 1987 and the Crash of 1946" [13] e "The crash of 1987: Bubble or Fundamental" [14], o artigo de Franklin R. Edwards "Studies of the 1987 stock market crash" [15] e o artigo de Bertero e Mayer "Global Interdependence of Stock Markets around the Crash of October 1987" [16], podem ser considerados neste grupo.

Pela perspectiva contemporânea que transmite, analisou-se ainda o texto de Tim Metz [17].

A diversidade dos temas abarcados pelos vários estudos é grande. Destes seleccionaram-se alguns tópicos que pela sua importância justificam uma atenção especial:

- perspectiva dos acontecimentos;
- microestrutura dos mercados;
- ligação entre mercados e economia;
- causas da queda do mercado.

2.1. PERSPECTIVA DOS ACONTECIMENTOS

O crescimento rápido dos mercados entre 82 e 87 é uma realidade admitida de uma forma consensual, sendo mesmo avançadas explicações para o facto, por exemplo no relatório de Brady. Também Miller no seu artigo, refere o crescimento das cotações entre aqueles anos, afirmando que as mesmas atingiram, no primeiro semestre de 1987, face aos resultados e dividendos, níveis que só são igualados pelos históricos máximos.

O relatório de Brady faz uma descrição cronológica dos acontecimentos estabelecendo o paralelo entre o que se passou na Bolsa de títulos de Nova York e as bolsas de futuros e opções de Chicago.

O estudo do CME faz uma descrição dos acontecimentos nos dias imediatamente antes e depois do crash de 19 de Outubro, evidenciado também, o paralelo entre o que num dado instante aconteceu no mercado dos títulos de Nova York e o que aconteceu no mercado de derivados de Chicago, com especial atenção para a variação do "spread" entre o preço dos futuros e o preço do respectivo índice (S&P500). As conclusões tiradas são basicamente três:

- O crash de 19 de Outubro não teve origem em Chicago, pelo que não é verdade que a crise no mercado de Nova York tenha sido importada de Chicago através do "Program Trading";

- O mercado dos Futuros, em Chicago, absorveu grande parte da pressão de vendas no auge da crise;
- O mercado dos Futuros de Chicago, da mesma forma que não foi o responsável pela queda, também não provocou mais tarde a recuperação do mercado.

O estudo do ISEGB faz uma descrição geral do que se passou com as acções no U.K. estabelecendo o paralelo com o observado no estrangeiro. Ao contrário dos estudos elaborados nos U.S.A., conclui que as transacções foram, geralmente, executadas aos preços apresentados nos monitores, não obstante o volume de transacções verificado. Faz, depois, uma análise do comportamento do mercado, em termos da diferença entre preços comprador e vendedor, e em termos de volumes transaccionados de títulos. Para esta análise, os títulos estão agrupados em quatro grandes grupos, por níveis decrescentes de liquidez.

O trabalho de Roll demonstra, através de gráficos, que a queda no dia 19 de Outubro se inicia primeiro nas praças da Ásia (exceptuando o Japão), depois na Europa e finalmente na América, cujas bolsas abrem depois das suas congéneres asiáticas terem fechado. Conclui assim que, a bolsa de Nova York não originou a queda das outras bolsas no dia 19 de Outubro. Segundo ele, a quebra dessas bolsas nos dias 19 e 20, poderá ter sido precipitada pela descida verificada no mercado americano durante a semana de 14 a 16 de Outubro.

Ao contrário de Roll, Bertero e Mayer, depois de descreverem o comportamento dos principais mercados nos dias em volta do "crash", com base nos índices do Financial Times, provam que o

mercado Americano, não só antecedeu os restantes, como teve um papel de guia durante toda a crise, influenciando-os. Esta influência não se registava antes do "crash".

2.2. MICROESTRUTURA DOS MERCADOS

No relatório da SEC é dado especial tratamento ao comportamento dos "Especialistas" do mercado (ver Anexo A), encarregues, na Bolsa de Nova York, das transacções de cada título. A conclusão tirada é de que, no geral, a performance foi boa, ainda que com grande disparidade de comportamentos individuais. É também analisado o mercado "Over The Counter" (OTC), sendo avançadas algumas propostas para a melhoria da sua performance em situações de crise.

O trabalho de Roll descreve a microestrutura dos vários mercados, enunciando as suas principais características de funcionamento, e analisa a influência destas no comportamento dos mercados durante a crise. Conclui que as características de funcionamento se revelaram irrelevantes para o melhor ou pior comportamento de cada mercado, com efeito, não existe uma correlação forte entre cada características e a performance dos mercados. Reconhece, no entanto, que o funcionamento em contínuo e as cotações automáticas estão associados a quebras mais bruscas, enquanto que limites de variações das cotações e requisitos de margens, estão associados a quebras mais suaves. A maior ou menor rapidez da quebra, no entanto, não está directamente relacionada com a quebra final do respectivo mercado.

Como já sucedera anteriormente ao estudarem a perspectiva dos acontecimentos, Bertero e Mayer contrariam estas conclusões, assinalando algumas incorrecções no trabalho de Roll. Para Bertero e Mayer, a existência de limites de variações das cotações e a imposição de restrições ao investimento no estrangeiro, a residentes, conduziu não só a quebras mais suaves mas também a menores declíneos de preços.

Telser, no seu trabalho, explica as formas institucionais de funcionamento do mercado dos títulos de Nova York, do mercado OTC e do mercado dos futuros de Chicago. Para ele a diferença de regras dos diversos mercados é fortemente condicionado pelo volume de transacções. A prová-lo constata que à medida que o volume tem subido no NYSE, as técnicas de transacção para os grandes volumes de títulos, se têm aproximado cada vez mais das adoptadas no mercado de futuros de Chicago. Acrescenta ainda, que com o crescimento do volume de negócios, o papel dos especialistas do NYSE, tem diminuído de importância. Para comprová-lo aponta o crescimento das transacções por "Block Trading", que representavam, na altura, 50% do volume total. Neste tipo de transacção não há intervenção do especialista do título, acabando o funcionamento por ser idêntico ao do mercado de futuros.

Para alguns dos autores referidos o "crash" foi motivado por deficiências no funcionamento dos mercados, pelo que avançam soluções para evitarem, num futuro, quebras do mercado como a verificada em 19 de Outubro de 1987.

Assim Brady propõe a criação de nova legislação por forma a proteger os investidores, as infra-estruturas do mercado e o sistema financeiro, das consequências destrutivas das violentas quebras do mercado. O novo sistema proposto resume-se à existência de uma única entidade supervisora dos vários mercados e responsável pela gestão da sua articulação.

As recomendações do relatório Brady não tiveram recepção muito entusiástica por parte dos agentes económicos. O estudo do CME afirma mesmo que, ao contrário do que o relatório de Brady pode dar a entender, mais prencioso que a falta de legislação poderá ser o facto de haver, ou vir a haver, legislação a mais.

Segundo o estudo do CFTC, as possíveis novas regras a introduzir, deveriam ter como objectivo trazer maior capacidade de análise dos factos passados no mercado. Fundamenta esta necessidade com os acontecimentos verificados em 19 de Outubro, em relação aos quais, afirma não ter havido informação atempada entre o mercado dos títulos e o mercado dos futuros, nomeadamente no tocante aos títulos que encerraram transacção.

Tanto o relatório do CFTC como o do SEC defendem que a nova legislação deveria ter como especial preocupação inibir abusos, do tipo do "Inside trading" e "Frontrunning", àqueles agentes que investem intermercados.

A regulamentação intermercados foi também uma preocupação do estudo do GAO que recomenda que as agências reguladoras, públicas ou privadas, devem desenvolver planos de contingência intermercados (títulos e seus derivados), para lidar com quebras como as de Outubro de 1987.

Meltzer não concorda com as propostas de regulamentação apresentadas nos relatórios anteriores, por entender que elas vão no sentido de aumentar os custos de transacção e de produzir variações do risco enfrentado pelos investidores, pelo que recomenda, que não sejam adoptadas.

Quanto à necessidade de regulamentação proposta por alguns estudos, dos quais destaca o relatório de Brady, Telser adverte que nenhuma regra ou regulamento deverão ser criados para restabelecer a confiança daqueles que jogam no mercado, como se de uma máquina de fazer dinheiro se tratasse.

Fischel, a respeito do tema da regulamentação, começa por recordar a recomendação do relatório de Brady sobre a adopção de uma única instituição (o FED), para regular todos os mercados financeiros dos USA. Refere então que, para essa recomendação fazer sentido, terá que se provar que o "crash" de Outubro foi motivado, ou pelo menos exarcebado, por uma falha de regulamentação. A este respeito, o autor defende que não é plausível assumir que a estrutura regulatória dos USA possa ser culpada pelo "crash" de Outubro. Pelo contrário, o facto de os preços permanecerem estáveis desde Outubro, sugere que o "crash" se ficou a dever ao ajuste do mercado às novas informações. Assim sendo, o facto de as cotações se terem ajustado tão rapidamente a

esta nova realidade só pode ser aplaudido. Refere em seguida o autor que nenhuma outra entidade que não os mercados, poderá estar mais interessada em que as transacções se processem com qualidade no ponto de vista do investidor. De facto quanto mais os mercados forem bem sucedidos neste objectivo, maior será o número de investidores que conseguirão atrair e como tal maiores serão os lucros potenciais. Por outras palavras, os mercados, no seu próprio interesse tentarão adoptar regras que permitam facilitar a execução das transacções com a maior eficiência. O autor acredita, que em situações em que a cooperação em termos de regulamentação seja desejável, ela é perfeitamente possível sem a necessidade de uma única agência, tanto mais que, apesar de tudo, o número de agências reguladoras é limitado.

Atendendo à frequência com que foram evocadas entende-se ser de destacar as seguintes recomendações de alteração de regulamentação:

- igualização das margens nos futuros e nos títulos,
- introdução de "Trading Halts"

No que respeita à igualização das margens destacam-se as seguintes posições:

- Brady entre outros, defende que a diferença entre margens na aquisição de títulos e de futuros, causou distorções no mercado, que intensificaram o "crash". Igual posição é assumida pela SEC.

- Para o CME esta diferença em nada contribuiu para intensificar o crash pelo que discorda da tutela do Federal Reserve. Trata-se de uma opinião igualmente defendida por Meltzer para quem o estabelecimento de margens maiores, aumentaria os custos de transferência diminuindo a liquidez.
- Segundo Telser, o interesse próprio dos corretores, enquadrados pela envolvente de competição, é capaz de estabelecer margens de uma forma muito mais eficiente do que uma instituição reguladora como o FED.

A existência ou não de limitação nas variações das cotações ou de qualquer outra forma de interrupções de transacção (ver Anexo C), foi outro dos aspectos controversos que dividiu opiniões dos que comentaram o "crash" de Outubro de 1987:

- Miller no relatório da CME admite a possível vantagem da introdução de "trading halts" quando haja quedas superiores a 15%, como uma medida susceptível de possibilitar o processamento das grandes quantidades de informação e de transacções que então ocorrem.
- Para o CFTC os limites frequentemente propostos para a variação das cotações, pelo facto de serem elevados e variáveis, não implicam na prática, alterações dignas de registo nas transacções.

- Para Fama, o limite na variação das cotações, não teria evitado a subida, e se tivesse evitado a brusquidão da queda, teria sido errado á luz da eficiência operacional do mercado (Anexo A).
- Segundo Fischel, os "Trading halts" (por limite da variação das cotações ou outro qualquer) seriam prejudiciais para os investidores, uma vez que fariam aumentar o pânico, face à possibilidade de todos os mercados poderem fechar ao mesmo tempo.

Pela sua ligação com o problema das margens, a adequação do capital e os mecanismos de "Clearing", foram também objecto de análise.

Brady considera o crédito e os mecanismos de "Clearing" uma das razões pelas quais deverá existir uma agência regulamentadora única. Miller pelo contrário, no estudo CME, afirma que se as vantagens apontadas no estudo BRADY, da existência de uma única entidade de "Clearing", fossem tão evidentes, os próprios agentes já a teriam criado.

Para o CFTC, a dificuldade no acesso ao crédito para liquidação de posições foi um problema real, pelo que a clarificação da relação legal entre as organizações de "clearing" e as instituições bancárias que lhes dão suporte, é uma das recomendações do estudo. Em paralelo, defende que os bancos que

dão crédito aos investidores, tenham acesso aos dados financeiros do mercado, e que sejam melhorados os sistemas de acompanhamento/fiscalização desses dados.

No estudo da SEC é analisada a adequabilidade do capital, primeiro na perspectiva dos capitais próprios das firmas de correctores, e posteriormente, na perspectiva das linhas de crédito dos bancos a serem utilizadas por essas mesmas firmas. No que respeita aos problemas do "clearing", os acontecimentos de Outubro sugerem que, a forma e o "timing" da variação das margens, sejam analisados com o objectivo de se verificar a possibilidade de se obterem indicadores mais atempados das eventuais possibilidades de insolvência.

Ainda dentro da análise da microestrutura dos mercados, os vários autores deram particular atenção ao estudo das modernas estratégias de transacção tendo chegado a conclusões contraditórias:

- Para Brady as novas estratégias de transacção são perniciosas pelo que deveriam ser evitadas.
- O CME recomenda que sejam contrariadas quaisquer tentativas de eliminar as estratégias de transacção "portfolio insurance" ou "index arbitrage", que são normalmente conduzidas através de "program trading", pois considera-as benéficas.

- O CFTC, cujo maior objectivo foi verificar a validade da teoria da "cascata", segundo a qual, o "portfolio insurance" e o "index arbitrage", teriam interagido causando uma espiral descendente nos preços dos títulos, torna-as o tema central do seu estudo concluindo que a teoria da "cascata" não tem qualquer credibilidade.
- Roll analisa o argumento, frequentemente evocado, de que, a existência do "index arbitrage" (entre o mercado dos futuros e o dos títulos) e do "portfolio insurance", através de transacções directas em computador, teria sido a causa de tão grave quebra dos preços na bolsa de Nova York concluí. Concluí que o argumento não é correcto porquanto nos cinco países onde este tipo de transacções tem significado, a quebra foi significativamente inferior à média das quebras dos países onde este tipo de transacção não existe ou não tem significado.
- Para Bertero e Mayer não há qualquer evidência que prove que o "index arbitrage" e o "portfolio insurance" tenham sido os causadores da crise. Estes autores afirmam que, se não se considerar o caso particular dos EUA, estas técnicas de transacção, mesmo quando existem, não tem grande peso no total de transacções, pelo que não podem ser consideradas como a explicação para uma queda global dos mercados.
- Fama faz referência ao "Program Trading" dando especial atenção ao "Index Arbitrage", e ao "Portfolio Insurance". Para ele, a sua existência, à luz da eficiência do mer-

cado é benéfica pois não identificou qualquer evidência que possa provar que estes tipos de transacção aumentem a volatilidade das cotações.

- No âmbito das novas estratégias de transacção, Telser sentiu a necessidade de explicar o que é o "Program Trading", para chamar a atenção para o facto de , quando um detentor de um portfolio de títulos vende no mercado dos futuros estando as cotações dos títulos em queda, não se trata de "Program Trading" mas antes de um expediente que surge no mercado quando o volume de transacções ultrapassa largamente o normal. Este facto deve-se à maior vocação do mercado dos futuros para transaccionar grandes volumes de títulos. Segundo o autor, não foi devido à existência de "Program Trading" mas antes à sua ausência, que o "spread" entre os dois mercados se alargou tanto. Esta ausência ficou-se a dever à inexistência de cotações fiáveis na bolsa. Nestas condições qualquer explicação do crash de 87, assentando nos novos tipos de estratégias de transacção, deverá também abranger o crash de 1929, onde elas não existiam e a queda em todos os outros mercados, independentemente das diferentes regras e da ausência desse tipo de transacções em alguns deles.

O comportamento dos sistemas automatizados de transacção durante a crise e as consequências da visibilidade proporcionada pela existência destes sistemas e dos sistemas de acompanhamento do mercado, foi outro dos aspectos da microestrutura dos mercados abordados pelos estudos sobre o "crash" de Outubro de 1987.

Para o estudo do ISEGB, uma das maiores preocupações foi justamente averiguar as consequências da visibilidade do mercado, tendo concluído que a existência do sistema monitorizado de transacções não teve influência na queda dos preços, ficando esta a dever-se, tão somente, à pressão dos vendedores.

O estudo da SEC analisa o comportamento dos sistemas de informação, concluindo que as cotações apresentadas estiveram desfasadas em relação à realidade. Quanto aos sistemas de execução de transacções, refere que os bloqueamentos verificados contribuíram para o difícil acesso ao mercado sentido pelos investidores nesses dias.

A sobrecarga de transacções, que segundo Meltzer foi responsável pela quebra do sistema DOT (sistema automático de transacção), recomenda a adopção de medidas de reforço dos sistemas automáticos de transacção com capacidade extra e "back-up".

Para Telser, os custos em equipamentos para poder suportar tão grande volume de transacções (superior a três vezes a média), poderão exceder os benefícios.

2.3. LIGAÇÃO ENTRE OS MERCADOS E A ECONOMIA

A ligação entre os mercados dos títulos, dos futuros e das opções num dado país, é uma consequência da existência das novas estratégias de transacção.

No relatório de Brady, este aspecto é sem dúvida, aquele a que é dado mais ênfase ao longo do texto. É defendida a necessidade de se considerar o mercado dos títulos, futuros e opções como um mercado único e não como três mercados separados. Esta necessidade, segundo o autor, resulta do facto dos agentes transaccionarem ao mesmo tempo nos vários mercados sendo mesmo afirmado que a quebra de Outubro se ficou a dever à falta de ligação, planeada e regulamentada, entre os mercados.

Também o estudo ISEGB faz uma análise do funcionamento das ligações do mercado dos títulos com os mercados dos produtos derivados (futuros e opções), onde se afirma que o "spread" entre os futuros e os títulos apenas persistiu, em virtude da inexistência de "index arbitrage". Para os autores, as técnicas de transacção como o "index arbitrage" através de "program trading", deveriam ser encorajadas. Para eles também não é correcto pensar-se em três mercados devendo-se aceitar que há apenas um único, mas complexo.

A ligação do mercado dos títulos com o mercado das opções é um dos assuntos constantes no relatório da SEC, sendo avançada a necessidade de se reconsiderarem problemas como a abertura das transacções antes de se iniciar a transacção dos respectivos títulos, e a continuação daquelas sempre que estas fiquem bloqueadas.

Para além das ligações entre os mercados de títulos e os dos seus derivados num dado país, alguns dos autores citados interessaram-se também em analisar as ligações que se estabeleceram entre mercados de capitais de países diferentes, isto é, nos termos de Brady, o mercado financeiro global.

Para Roll, apesar da correlação das variações nas bolsas ser normalmente fraca, durante o mês de Outubro de 1987 ela foi forte, de tal forma que foi o único mês entre os anos de 81 e 87, em que todos os mercados se moveram no mesmo sentido.

Bertero e Mayer, para quem a ligação entre mercados, foi o objectivo central de investigação, a correlação entre mercados, quer dentro de cada região do globo, quer entre regiões, não só conheceu um grande incremento durante a crise, como se manteve alta após a crise. Segundo as suas observações, a correlação mais elevada entre mercados durante a crise, foi a existente entre a América do Norte e os mercados da Bacia do Pacífico no dia seguinte. No período após o "crash", a correlação mais elevada foi a verificada entre os mercados da América do Norte e a Europa. Foi a importância dos fluxos de informação entre mercados, que conduziu Bertero e Mayer a fazer uma análise mais fina da ligação entre os diversos mercados, que os levou a verificar que as acções de uma empresa de um dado país, transaccionadas no mercado de um outro país (internacionalização pelo lado da oferta), são importantes veículos de informação entre os mercados desses dois países. A hipótese desta troca de informação conduzir a ligações mais fortes entre esses mercados, foi posteriormente testada e provada, pelos autores.

Para o estudo ISEGB, os títulos com as suas cotações internacionalizadas pelo lado da procura, tiveram um comportamento muito mais volátil. A explicação para este facto é atribuída à necessidade do investidor estrangeiro, vender no mercado dos U.K., para saldar as suas contas em outros mercados. O relatório no entanto afirma que tais ordens de venda não foram, só por si, a razão do aparecimento da pressão descendente no mercado. No que respeita à internacionalização pelo lado da oferta, apresenta uma análise detalhada por país estrangeiro, do comportamento dos respectivos títulos cotados no mercado de Londres, sendo comentadas as diferentes performances.

O receio de que a queda do mercado conduzisse ao colapso da economia, motivou a abordagem, por alguns autores, da ligação entre o mercado de capitais e a economia.

Barro aborda este assunto com grande desenvolvimento no seu trabalho. Para este autor são grandes as potencialidades do mercado de capitais para fazer previsões macroeconómicas, e vice-versa, existindo duas teorias, não exclusivas, sobre essa ligação. A primeira defende que as variações nas perspectivas da taxa de rentabilidade do capital são o resultado de variações em alguns factores reais, possivelmente não observáveis pelos investigadores. A segunda assenta na ideia de que as variações nas cotações dos títulos, são o reflexo de variações nos custos de oportunidade de capital considerados pelos investidores. As conclusões a que chega, independentemente da teoria seguida, são de que:

- a rentabilidade do mercado de capitais está positivamente correlacionado com as variações na actividade real da economia.
- a rentabilidade do mercado de capitais exhibe uma especial associação com o crescimento do investimento das empresas.

O autor a partir destas conclusões, recorrendo a relações estatísticas fundamentadas em dados dos USA entre 1950 e 1987, faz a previsão do crescimento do GNP para 1988, com base na realidade verificada em 1987, obtendo o valor de 3.5% em vez dos 1.4% reais.

Para verificar a relação inversa, determina em seguida a taxa de rentabilidade do mercado de capitais a partir dos dados da macroeconomia. Faz então a previsão para esta taxa de rentabilidade no quarto trimestre de 1987, com recurso às relações estatísticas já referidas e aos dados macroeconómicos reais deste trimestre. Obtém o valor de -14% para a taxa de rentabilidade do mercado, que apesar de estar 25 pontos percentuais abaixo do valor médio entre 1950 e 1987 (11%), está muito longe do valor verificado que foi de -103%. Segundo o autor, esta discrepância é uma consequência dos valores verificados terem sido anormalmente baixos, pelo que não podem ser explicados com base nas relações estatísticas utilizadas.

A ligação entre a microeconomia e os mercados de capitais é abordada por Miller que afirma que, em Outubro de 1987, com os "dividend yields" que se verificavam de aproximadamente 3% e com projecções de dividendos para 5 anos, o preço que se obteria para

qualquer título seria apenas metade da sua cotação. Desta forma a outra metade do preço, numa perspectiva racional, teria que ser fundamentada em problemáticas projecções de crescimento dos dividendos a longo-prazo. Para este autor as quedas das cotações, como as verificadas no dia 19 de Outubro, podem não ser mais do que a consequência dos mercados serem eficientes agregadores de informação sobre os valores fundamentais.

O tema das cotações, reflectirem de uma forma isenta as estimativas dos valores fundamentais à luz das expectativas dos investidores é tratado em profundidade pela escola austríaca. Ebeling, sem dúvida um dos autores mais conhecidos desta escola, afirma no seu trabalho [18] que os problemas da economia podem ser entendidos como problemas hermeneuticos, isto é, como um problema de interpretação e compreensão do que as palavras e atitudes dos outros significam, ou tencionam dar a entender.

2.4. CAUSAS DA QUEDA DO MERCADO

De todos os aspectos tratados nos estudos analisados, aquele que se revela mais interessante é o da discussão das causas que, eventualmente, podem ter sido responsáveis pela deflagração da crise.

Segundo o estudo do GAO, a queda ocorrida em Outubro foi causada pela confluência de factores macroeconómicos, políticos, psicológicos e das próprias transacções, pelo que o isolamento de qualquer destes factores não permite tirar qualquer conclusão.

Também Meltzer considera que a queda do mercado se ficou a dever a uma conjunção de factores diversos nomeadamente, a redução nas perspectivas de resultados futuros, o aumento das taxas de juro e o aumento da incerteza.

A possibilidade do acaso ter sido a causa do "crash" está, segundo Meltzer, fora de hipótese dado não só o carácter universal daquele como a lenta recuperação do mercado após a queda. O carácter universal da queda do mercado, leva este autor a rejeitar hipótese da mesma se ter verificado por razões internas de cada mercado.

Para Edwards, os estudos elaborados sobre a crise, permitem concluir que uma combinação de euforia especulativa no mercado de capitais e sérios desequilíbrios macroeconómicos, criaram as condições para a crise de confiança que inevitavelmente teria que conduzir, e facilmente conduziu em Outubro de 1987, à queda do mercado.

Para alguns autores, antes de se analisarem as causas que poderão ter motivado a crise, deverá ser verificado se a queda do mercado foi irracional ou racional. No primeiro caso a irracionalidade tanto se pode ter verificado durante a queda, naquilo que se costuma chamar uma reacção excessiva, como na subida das cotações antes e próximo da queda, aquilo que vulgarmente se designa por uma "bolha" especulativa. No segundo caso, a queda do mercado seria um mero ajuste das expectativas dos investidores e, como tal, um acontecimento racional e justificável.

A possibilidade da queda do mercado ter correspondido a uma reacção excessiva é abordada em vários estudos:

- Para Roll a alegação de que a quebra em 19 de Outubro se tratou de uma reacção excessiva não pode ser considerada correcta, porquanto se se tivesse tratado de uma reacção excessiva, teria existido algures, após o crash, um período com uma subida acentuada, o que nunca se veio a verificar.
- Fama também é da opinião que não houve uma reacção excessiva durante a queda. Segundo este autor o facto de não ter havido uma recuperação notável após a queda das cotações e o facto de, mesmo apesar do ajuste verificado, as cotações ainda poderem ser consideradas como ligeiramente optimistas, revelam não ter existido qualquer reacção excessiva.

A possibilidade da queda do mercado ter sido o rebentar de uma "bolha" especulativa foi analisada, entre outros pelos seguintes autores:

- Roll afirma que um sintoma da existência de semelhante fenómeno, seria uma relação inversa entre o aumento das cotações dos títulos num dado mercado e a respectiva extensão subsequente da baixa. O autor verifica existir essa relação, no entanto avança que ela também pode ser explicada se se admitir que a dimensão da variação de um dado mercado em relação ao mercado global, obedece a um beta específico desse mercado. Esse beta seria o equiv-

alente ao beta de um título em relação ao mercado onde se encontra cotado. Desta forma, países com um elevado beta, teriam maiores subidas em períodos de alta e maiores quebras em períodos de baixa. Para testar esta teoria, constrói um índice do mercado mundial através da média simples das rentabilidades em moeda local dos vários mercados. Ajusta em seguida um modelo de mercado à série de rendimentos mensais disponíveis para cada país, obtendo desta forma o respectivo coeficiente beta. Constata que a correlação entre o comportamento do mercado e este beta, é três vezes mais significativa do que dos coeficientes de correlação de qualquer das características dos mercados consideradas, atribuindo-lhe por isso, relevância na explicação do comportamento individual de cada mercado durante a crise.

- Fama, para quem a hipótese de existência de uma "bolha" especulativa, que se traduzisse por uma subida das cotações de uma forma irracional antes e próximo da queda, não se aplica, por o crescimento das cotações antes do 19 de Outubro de 1987, se ter dado ao longo de um período de cinco anos, de uma forma ordeira e praticamente em paralelo em todos os mercados.
- Telser, pelo contrário, considera que entre todas as explicações para o "crash" do mercado, aquela que é mais plausível, é a da presença de uma "bolha" especulativa que tenha "rebentado" em Outubro de 87. Apesar de nenhuma teoria económica poder revelar qual o preço racional há, segundo o autor, uma evidência que dá força ao argumento

da "bolha" especulativa. Essa evidência é dada pelo facto de ter existido uma assimetria entre a subida dos preços e a sua posterior queda, o que contraria a teoria dos mercados com investidores racionais, nos quais, segundo o autor, deverá existir simetria entre grandes percentagens de subida e de descida da mesma magnitude.

A possibilidade da queda do mercado se ter verificado em consequência de um comportamento racional dos agentes económicos é também abordada por diversos autores:

- Para Fama as cotações, num determinado momento, são aquelas que reflectem de uma forma isenta as estimativas dos valores fundamentais. Desta forma, se esses se alteram, é lícito que se alterem as cotações. Nesta perspectiva, cotações racionais, não são necessariamente as cotações menos voláteis, não se podendo dizer portanto á partida, que estas cotações são melhores ou piores que outras mais voláteis. O autor citando Benoit Mandelbrot, refere que quanto maior for o período de "bons tempos", do ponto de vista económico, mais racional é a previsão de que esse bons tempos continuem (idem para os períodos de recessão). Desta forma, durante um período longo de crescimento económico, as cotações dos títulos serão altas quando comparados com os períodos de recessão, face aos resultados das empresas ou dividendos pagos, justamente porque os preços prevêm, racionalmente, a continuação do crescimento económico. A informação de que os tempos passaram de bons para médios, produzirá um grande declíneo nas cotações, porque estas têm que ser purgadas da an-

terior, racional, previsão da manutenção do crescimento económico. Particularizando ao caso Norte-Americano, o autor apresenta a evidência de que o "dividend yield" para o índice S&P500 era de 2.78 no final de Setembro, tendo atingido o valor de 3.71 no final de Dezembro, após o ajuste das cotações. No entanto este valor, quando comparado com a média dos anteriores 30 anos (que é de 3.8), demonstra que as expectativas, apesar do grande ajuste verificado, ainda eram ligeiramente optimistas. Esse mesmo optimismo, segundo o autor, pode ser verificado pelas alterações na aversão ao risco. Refere assim que o "spread", entre a rentabilidade das obrigações A-Baa em relação à rentabilidade das obrigações Aaa, era de 27 pontos (0.27%) no final de Setembro, passando para 50 pontos (0.50%) no final de Dezembro. Este valor de spread, é inferior à média dos anteriores 30 anos (que é de 55 pontos).

- Também Meltzer aborda a hipótese do ajuste de expectativas, ao constatar que em Londres, o "spread" entre comprador e vendedor aumentou de 1.2% para 3.4%, sendo essa uma tradução de novas realidades no que respeita a aumento de incerteza. Conclui o autor que os acontecimentos de Outubro afiguram-se, com toda a nitidez, como uma persistente correcção dos preços nos mercados.
- As conclusões do estudo do CFTC vão no mesmo sentido, sendo afirmado que a queda do mercado em Outubro de 1987 ter-se-à ficado a dever a "uma massiva mudança de percepções" dos investidores. Esta conclusão é fundamen-

tada com recurso à constatação de que em altura nenhuma, depois da queda do mercado, houve uma recuperação sensível do mesmo, pelo que se terá tratado de um ajuste do mercado às novas percepções dos agentes.

- Também o relatório da SEC é categórico neste aspecto, ao afirmar que a análise das transacções durante o "crash" indica que a queda do mercado foi causada pela mudança de percepções dos investidores face ao investimento em particular, e às condições da economia em geral.

Miller refere que entre a visão puramente racional, na qual até a mais grave crise pode ser explicada pelo recurso à análise fundamental com base na informação a respeito das perspectivas dos futuros resultados, e a visão puramente especulativa, em que os preços podem crescer e cair independentemente de qualquer variação nas realidades económicas, há uma abordagem mista com alguns adeptos, correspondendo a uma combinação das duas anteriores. Esta abordagem "combinada" pode ainda ser considerada racional, porquanto não se pode dizer que os investidores estejam a agir irracionalmente quando participam num processo de crescimento anormal do mercado, mesmo sabendo que podem estar a participar numa "bolha" especulativa que em qualquer altura pode rebentar, se em cada instante avaliam as perspectivas de perda devido ao eventual súbito colapso versus a continuação de ganhos anormais antes de saírem do processo.

3. ANÁLISE DOS ACONTECIMENTOS

3.1. INTRODUÇÃO

Neste capítulo faz-se um tratamento da informação, disponível e relevante, desde o início de 1986 até ao final do primeiro trimestre de 1988, com o propósito de se verificar se o que se passou em Outubro de 1987 no mercado de capitais português foi:

- um ajuste racional das expectativas dos investidores a uma nova realidade;
- o rebentamento de uma bolha especulativa;
- uma reacção excessiva às notícias reveladoras de um mau momento da economia, e consequentemente, dos mercados a nível mundial.

3.1.1. METODOLOGIA

A metodologia adoptada, é o resultado de uma sistematização das abordagens dos diversos trabalhos referidos no capítulo 2.

Assim, começar-se-á, na segunda secção, por fazer uma análise da evolução de um índice de bolsa representativo do mercado português e a comparação da evolução deste índice, ao longo da crise, com a evolução dos índices de outros mercados.

Na terceira secção será feita uma análise dos vários segmentos do mercado. Com esta análise, pretende-se comparar a evolução dos preços do mercado em bolsa de cotações oficiais com outros mercados que foram alvo das atenções durante a crise, quer por parte dos investidores, quer por parte dos analistas financeiros. Assim serão abordados o mercado das OPV's e o mercado fora-de-bolsa.

Na quarta secção será analisado o comportamento dos agentes económicos. Primeiramente serão verificadas as tendências gerais do comportamento dos agentes, sendo focado o caso particular do comportamento dos estrangeiros. Em seguida será feita uma análise das consequências das alterações de expectativas na selecção das acções transaccionadas. Por último será analisada a capacidade de encontro/desencontro entre agentes, face às alterações das expectativas e regras do mercado.

Ainda na quarta secção será aplicado um modelo simples de valorização. Com base neste modelo de valorização e na metodologia desenvolvida por Brigham e Shome [21], com os dados de 1986 e os valores verificados ao longo de 87, analisa-se o comportamento dos agentes no que respeita à aversão ao risco e à valorização das expectativas das oportunidades de crescimento das empresas. Tendo em vista facilitar a comparação entre o mercado português e outros mercados será apresentada, para o mercado nacional, a evolução do "Dividend Yield" e do "PER" ao longo de todo o ano de 1987.

3.1.2. DADOS

Na segunda secção foi utilizado um ficheiro informatizado com os valores do índice BTA, existente no Departamento de Gestão da U.N.L., tendo-se considerado o período entre o início de 1986 e o final de 1989. Para a comparação entre o índice BTA e os índices das principais praças mundiais foram utilizados os valores apresentados por Roll [11] para esses índices.

Na terceira secção, para o estudo do comportamento das transacções em OPV foram utilizado os valores constantes dos boletins da Bolsa de Valores de Lisboa e da imprensa especializada para as operações realizadas entre o início de Outubro de 1987 e o final desse ano. Na análise destes valores foi utilizada informação constante do relatório de 1987 do Conselho de Administração do Banco de Portugal [22] e do trabalho de Castro e Freitas [23]. Ainda nesta secção, para o estudo do comportamento do mercado fora de bolsa, foram utilizados dados do relatório de 1987 da Bolsa de Valores de Lisboa [24].

Na quarta secção foram utilizados os dados informatizados, existentes Departamento de Gestão da U.N.L. sobre o mercado de capitais e sobre as empresas cotadas em bolsa. Embora a análise destes dados incida, sobretudo, no período compreendido entre o início de Setembro de 1987 e o final de Outubro do mesmo ano, a aplicação do modelo de valorização, exige a utilização de dados de todo o ano de 1986 e 1987. Para o estudo do comportamento do investimento estrangeiro no mercado de capitais portugueses foram utilizados, para o ano de 1987, dados existentes no relatório de Conselho de Administração do Banco de Portugal [22].

3.2. A EVOLUÇÃO DO MERCADO PORTUGUÊS E A EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS MERCADOS

3.2.1. COMPORTAMENTO DO INDICE BTA AO LONGO DE 1986 E 1987

Uma primeira análise que deve ser feita é a do comportamento do mercado através do recurso a um índice. Essa análise será feita, para a bolsa de Lisboa, desde o início de 1986, que foi o ano em que se deu o ressurgimento do mercado de capitais em Portugal, até ao final de 1989.

O índice BTA foi o escolhido, dada a utilização generalizada de que era alvo ao longo do período da análise, que foi anterior ao aparecimento de outros índices, como o da Bolsa de Valores de Lisboa, porventura mais representativos.

Na figura 1, em que aparece representado o índice BTA desde a primeira sessão de 1986 até à última de 1989, pode-se verificar que o mercado esteve sempre em crescimento, ainda que com as oscilações características, desde o início de 1986 até 14 de Outubro de 1987. Pode-se também verificar visualmente, que esse crescimento se deu a três velocidades.

Num primeiro período, que durou todo o ano de 1986, o índice BTA cresceu a uma velocidade moderada. No segundo período, que se considera entre o início do ano de 1987 e o dia 17 de Julho do mesmo ano (última sessão antes das eleições legislativas) verifica-se um crescimento mais rápido. Por último, no terceiro

período, que se considera entre a sessão do dia 21 de Julho de 1987 (primeira sessão depois das referidas eleições) e a sessão do dia 14 de Outubro do mesmo ano, verifica-se um crescimento ainda mais acelerado do índice.

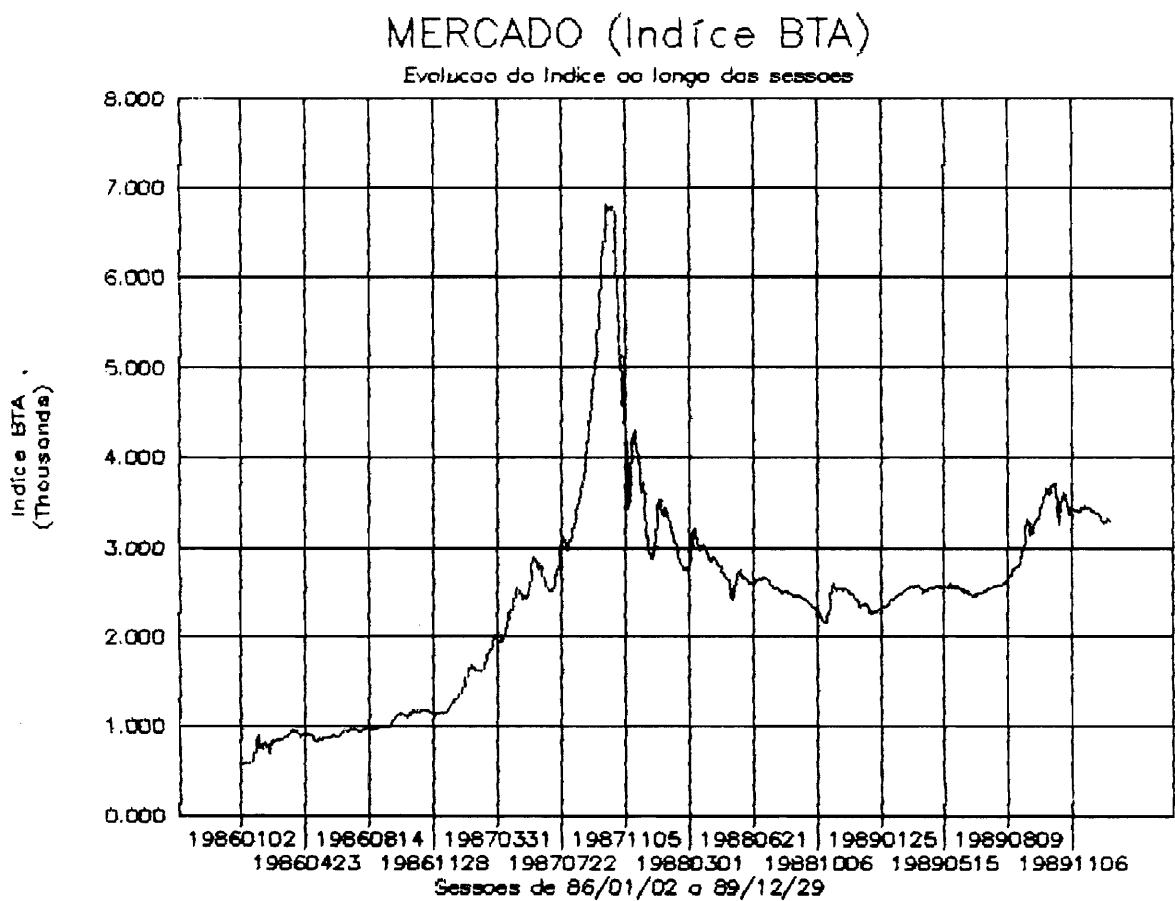


Figura 1

O aspecto particular do crescimento do mercado ao longo destes três períodos é que este se deu com poucas oscilações em torno de uma tendência característica de cada um dos períodos.

Este aspecto ressalta quando analisamos os rendimentos diários ao longo de cada um destes períodos. Na figura 2 encontra-se um gráfico do acumulado dos rendimentos diários. A este gráfico foram sobrepostas rectas correspondentes à regressão dos pontos em cada um dos períodos, sendo possível verificar como o ajuste é quase perfeito.

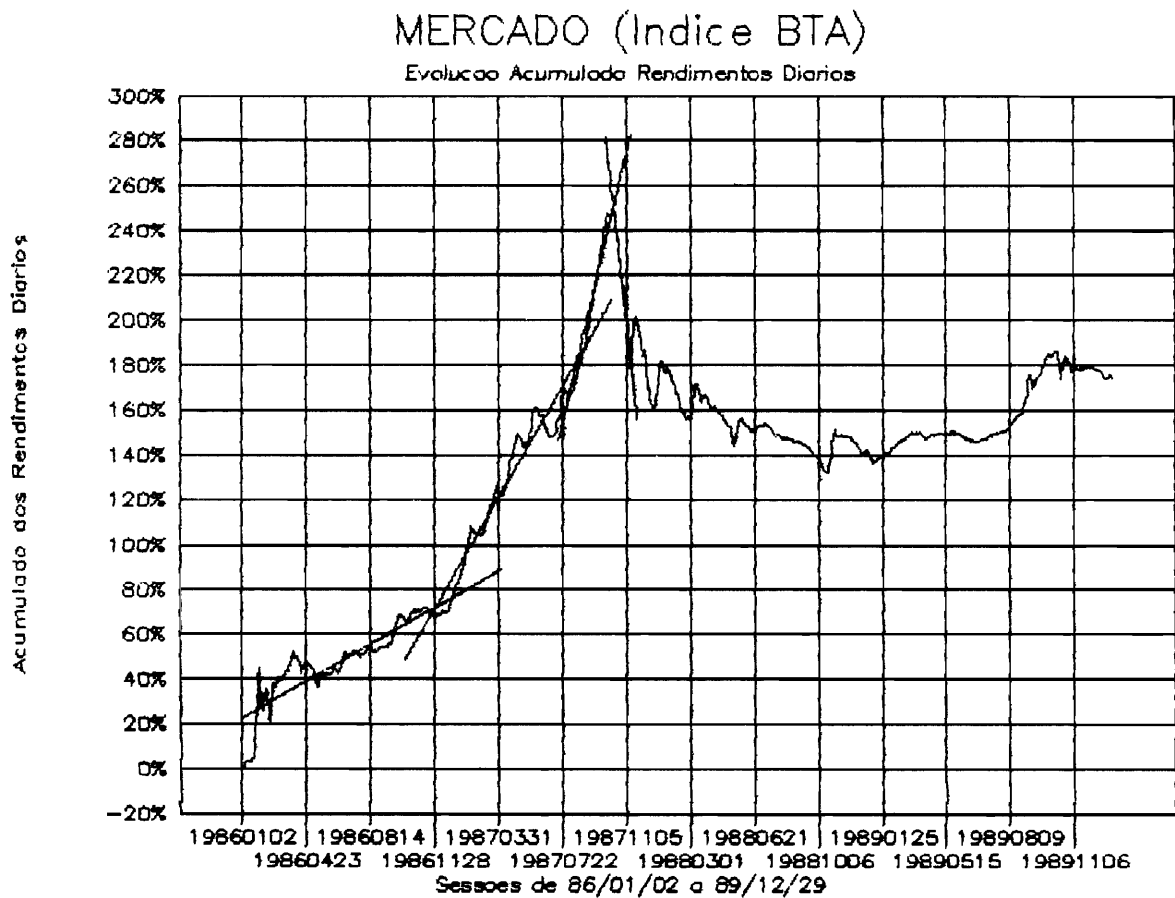


Figura 2

Este aspecto ressalta quando analisamos os rendimentos diários ao longo de cada um destes períodos. Na figura 2 encontra-se um gráfico do acumulado dos rendimentos diários. A este gráfico foram sobrepostas rectas correspondentes à regressão dos pontos em cada um dos períodos, sendo possível verificar como o ajuste é quase perfeito.

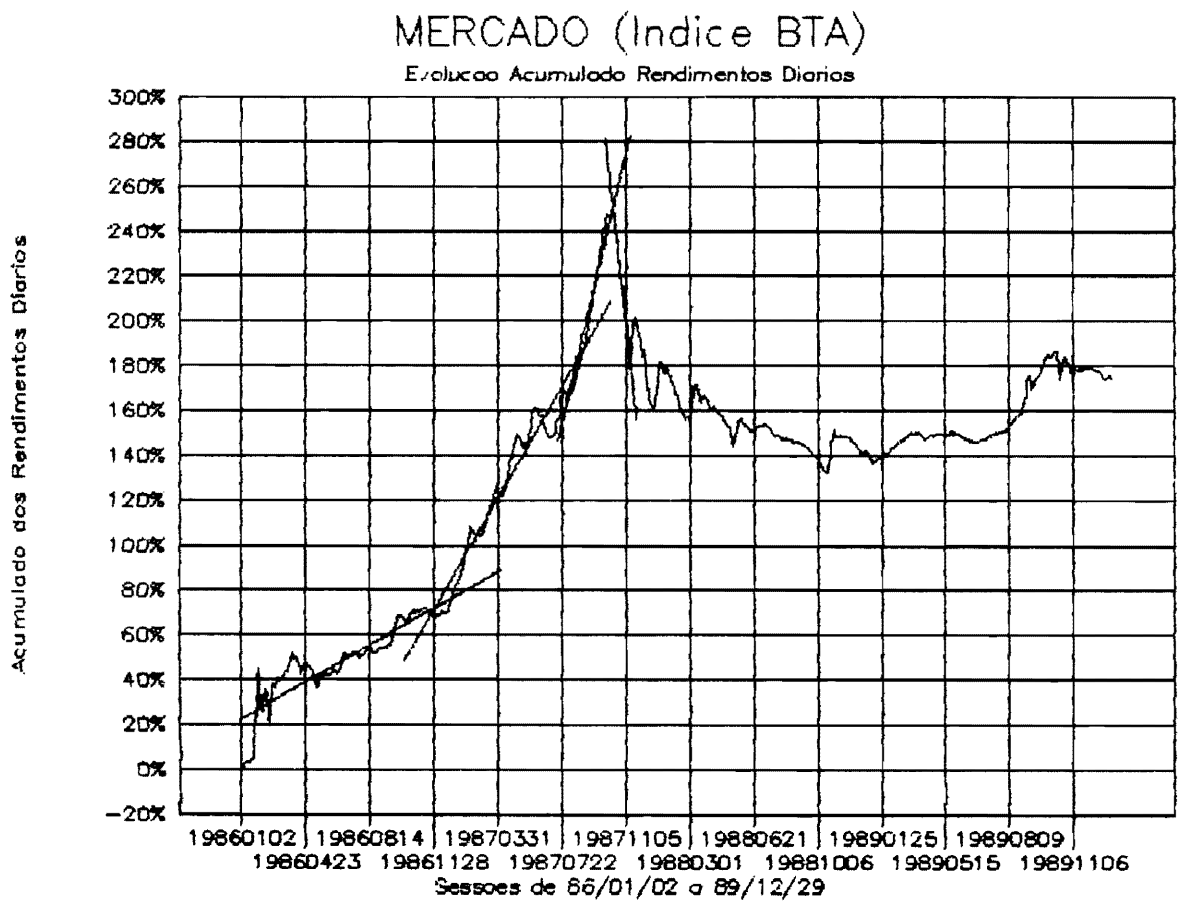


Figura 2

Analize-se agora, um a um, os períodos referidos. Durante o primeiro período verifica-se que o mercado cresceu com um rendimento médio de 0.36% por sessão a que correspondeu um crescimento anualizado do índice de 103%.

Este crescimento, apesar de muito elevado, apresentava o aspecto característico do crescimento a médio/longo prazo dos mercados de capitais, com as habituais oscilações em torno de uma tendência.

Possivelmente devido a este aspecto de aparente normalidade, e seguramente devido às elevadas rentabilidades, o mercado português foi atraindo não só as poupanças dos investidores nacionais, algumas das quais estavam colocadas no estrangeiro, como também as poupanças de investidores estrangeiros. Estes viam na rentabilidade atingida pelo mercado português a compensação bastante para o risco de colocar capitais num mercado ainda mal conhecido e com vários vícios atribuíveis à sua juventude e reduzida dimensão.

Se se tiver em consideração que, passados os efeitos directos da crise, o mercado veio a encontrar novo ponto de equilíbrio, em meados de 1988, com valores do índice ainda bem superiores aos valores atingidos no final de 1986, pode-se admitir que todo este ano tenha sido um ano de ajuste do mercado de capitais à realidade das empresas representadas.

No campo político este período coincidiu com o primeiro governo do Prof. Cavaco Silva.

Durante o segundo período verifica-se que o mercado cresceu a uma média de 0.89% por sessão, uma apreciação do portfolio do índice BTA em 113%, ao longo dos primeiros seis meses e vinte dias deste segundo período, que corresponderia a um crescimento anualizado de aproximadamente 210%. Mesmo se se admitisse que o mercado português estaria a tentar, em ano e meio, acompanhar o crescimento verificado nos restantes mercados em cinco anos (entre 1982 e 1987), sem dúvida que, para o crescimento verificado, começava a escassear argumentação explicativa.

No ponto de vista político este período inicia-se com a retirada do apoio implícito do Partido dos Renovadores Democráticos ao governo minoritário do Partido Social Democrático, sendo consenso geral que só eleições legislativas antecipadas poderiam resolver a crise então instalada. Paralelamente, as sondagens indicavam que, caso houvesse eleições, o PSD estaria no limiar da maioria absoluta. Todo um ano de crescimento económico com impacto directo ao nível do poder de compra da população, suportava este aumento de popularidade do partido do governo. Este crescimento económico foi, sem dúvida, facilitado pela existência de quatro factores favoráveis:

- queda do preço do petróleo;
- queda do dólar nos mercados internacionais;
- aparecimento do IVA;
- apoio prestado pela entrada em força de subsídios da CEE, muitos deles a fundo perdido.

Segue-se então o terceiro período, iniciado após as eleições de 17 de Julho de 1987 que deram maioria absoluta ao PSD. Uma vez que o governo incentivava a participação dos investidores no mercado de capitais, esta vitória veio reforçar a confiança no mercado, afastando, deste modo, as oscilações em baixa das cotações, que caracterizaram o mercado durante todo o mês de Junho e a primeira metade de Julho.

Durante o terceiro período podemos verificar que o índice BTA cresceu a uma média de 1.98% por sessão, um crescimento total ao longo do período de 124%, a que corresponderia um crescimento anualizado do mercado de aproximadamente 487%. De referir que um investidor que tivesse adquirido uma carteira de acções do mercado português, no início de 1986, com a composição de acções do índice BTA, teria tido em 14 de Outubro de 1987, uma apreciação de 1083% da sua carteira.

Estes valores de rentabilidade, uma vez comparados com os mercados do exterior, não poderiam de forma alguma ser considerados normais, tendo em atenção que a inflação em Portugal se encontrava em valores de um só dígito (o índice de preços no consumidor cresceu 9.4% segundo o relatório do Conselho de Administração do Banco de Portugal [22]) e que não se registava desvalorização anormal do escudo face às principais divisas.

Após o dia 19 de Outubro, o mercado português reagiu imediatamente às notícias vindas do exterior, caíndo durante treze sessões consecutivas praticamente ao máximo de 5% em todos os papéis. De facto, ao longo do período que mediou entre 20 de Outubro (sessão normal após o "crash" internacional) e o dia 11 de

Novembro, o mercado caiu em média 4.81% por sessão, vindo a anular quase todo o crescimento do terceiro período acima referido, em apenas treze sessões.

A diferença existente entre a velocidade da subida verificada no terceiro período e a velocidade da queda que se lhe seguiu, deixa transparecer a possibilidade de ter existido uma bolha especulativa. De facto, de acordo com Telser [12] a evidência da existência de uma bolha especulativa seria fornecida pela diferença entre grandes percentagens de subida e posteriores percentagens de queda também de grande amplitude. Ainda de acordo com este autor, esta assimetria entre a subida e a posterior queda poderia ser motivada por investidores que comprassem a preços que eles próprios consideravam excessivos na expectativa de conseguirem vender a preços ainda mais elevados. Quando, por qualquer motivo, que segundo Miller [14] até pode ser por puro acaso, e que no mercado português tanto podem ter sido as notícias do exterior como a necessidade de realizar capital para acorrer às OPV's, esta cadeia se rompe, os preços caem abruptamente visto que nenhuma realidade económica os poderia sustentar.

O facto de o mercado português nunca mais ter atingido os valores de Outubro dá força à ideia da existência da bolha especulativa cujo rebentamento coincidiu com o "crash" a nível internacional.

Outra teoria amplamente comentada pelos vários autores diz respeito à possibilidade de ter existido uma reacção excessiva dos mercados após o crash. Olhando para o gráfico do índice BTA entre 1986 e 1989 vemos claramente que isso não sucedeu. Segundo

Fama [8], uma reacção excessiva seria identificada por uma recuperação notável e sustentada após a queda das cotações. Tal fenómeno nunca se verificou.

Na realidade a recuperação "notável" a que se assistiu após o dia 11 de Novembro, ao longo de seis sessões de bolsa, foi mais que totalmente anulada em idêntico número de sessões numa mostra clara de que o que era artificial era a subida e não a descida que até então se verificara.

Mesmo aceitando-se que o pico constituído pela subida do mercado ao longo do 3º período e pela descida entre os dias 20 de Outubro e 11 de Novembro corresponde a uma bolha especulativa, fica por discutir a razoabilidade do crescimento ao longo de todo o ano de 1986 e primeira metade de 1987. Retirando ao gráfico do índice BTA de 1986 a 1989 o pico mencionado, o comportamento do mercado pode bem ser considerado racional dado que se tratavam de "bons tempos" dos mercados e, como tal, de acordo com Fama [8], a previsão de que continuassem era racional. Nesta perspectiva, as notícias internacionais de recessão viriam apenas provocar o ajustamento das expectativas dos investidores, correspondendo ao fim da tendência de crescimento verificada e à consequente correcção das cotações. A fronteira entre esta perspectiva puramente racional e a perspectiva denominada, por Miller, como "bolha racional" [14] é obviamente mal definida. Com efeito é bastante difícil dizer quando é que os preços deixaram de reflectir uma avaliação fundamentada na performance das empresas e passaram a ser o resultado de uma atitude consciente do investidor que, apesar de ajuizar como altas as cotações, opta por comprar na perspectiva de vender com a realização de mais valias.

3.2.2. COMPARAÇÃO DO INDICE BTA COM OS ÍNDICES DOS PRINCIPAIS MERCADOS

As figuras 3 a 7 fazem a comparação do índice BTA com os índices dos principais mercados por região do globo, para o mês de Outubro de 1987.

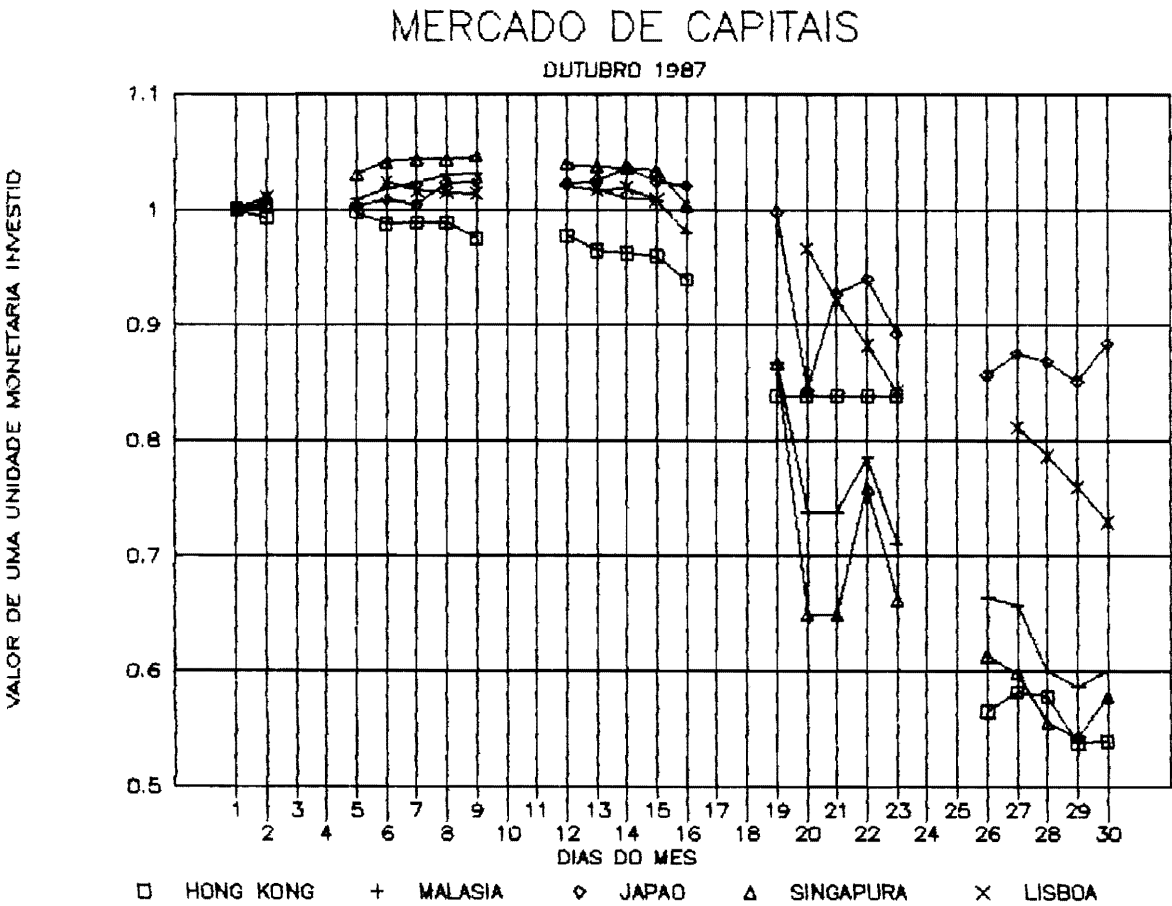


Figura 3

A divergência do mercado português em relação àqueles mercados e a convergência em relação a estes, prende-se com os mecanismos de funcionamento institucionais existentes em cada um dos mercados.

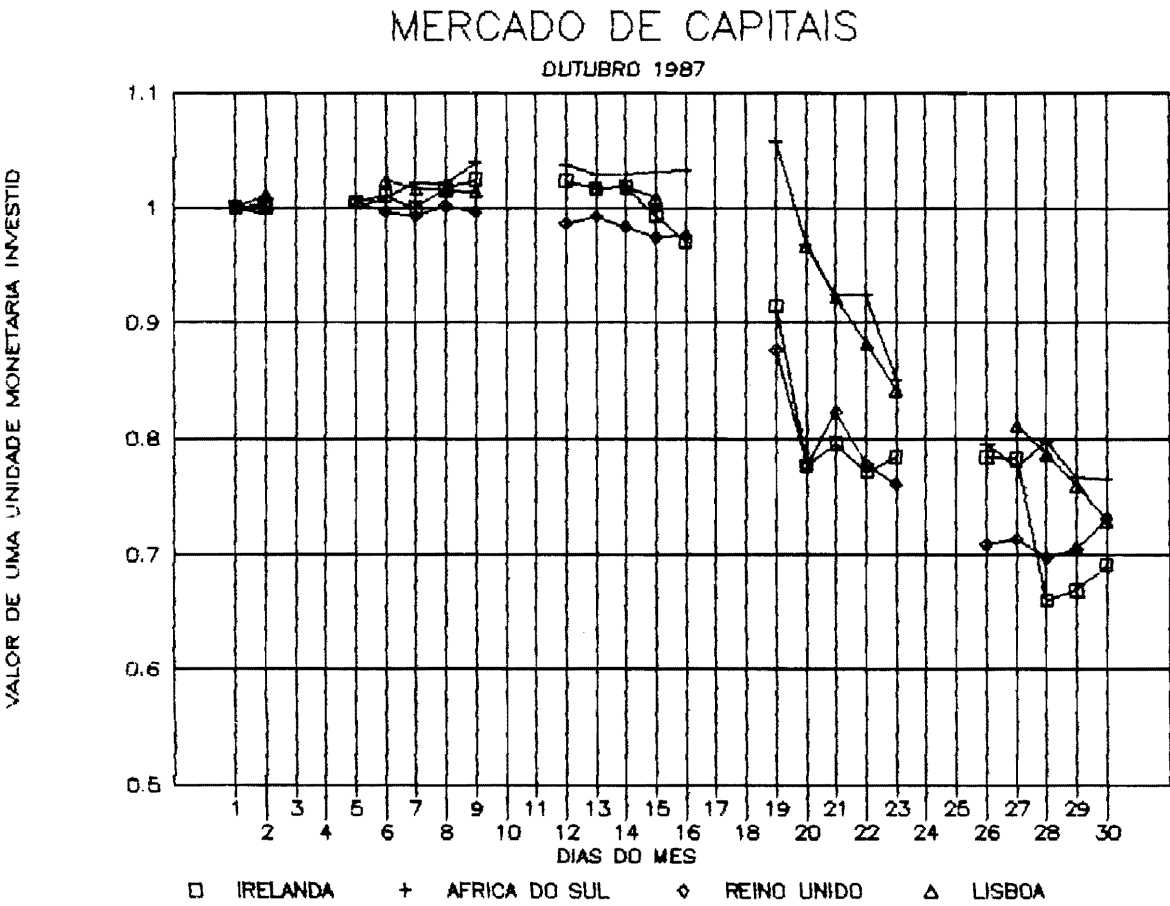


Figura 5

De facto a existência de cotações em contínuo e a ausência de limites diários de variação de cotações, que são características existentes no funcionamento dos mercados da Ásia, América do

Norte e mercados anglo-saxónicos, levaram a que a sua resposta aos acontecimentos fosse imediata (excepção feita para o Japão), do que resultou um ajuste mais rápido às novas realidades.

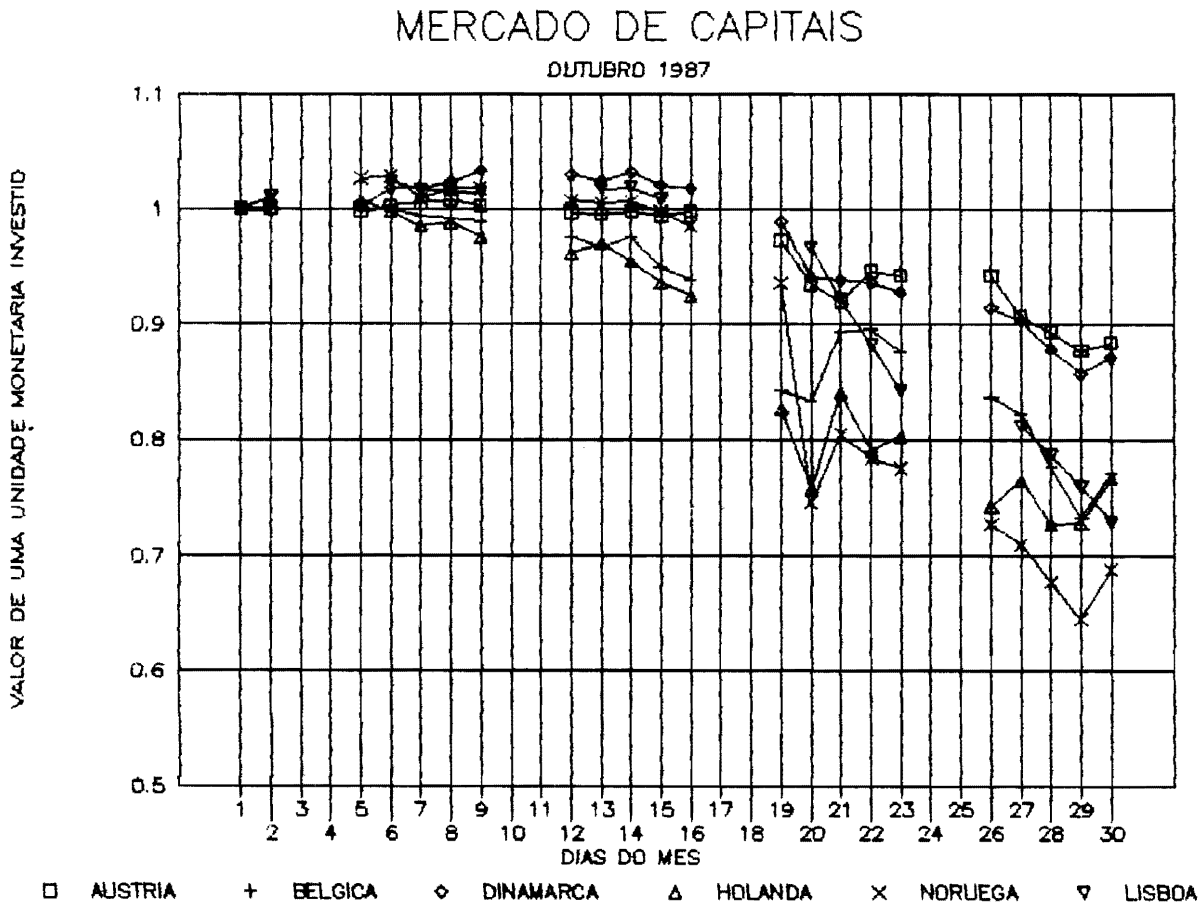


Figura 6

No caso dos mercados europeus, a não existência de cotações em contínuo em todos as acções e a existência de limites diários de variações de cotações, ainda que diferentes de caso para caso, causou que a reacção aos acontecimentos se dilatasse no tempo. O facto de o ajuste destess mercados ter demorado mais tempo não

teve, no entanto, qualquer relação causal com a amplitude da queda verificada após o ajuste às novas realidades, como está patente nas figuras e Roll [11] bem o demonstra no seu estudo.

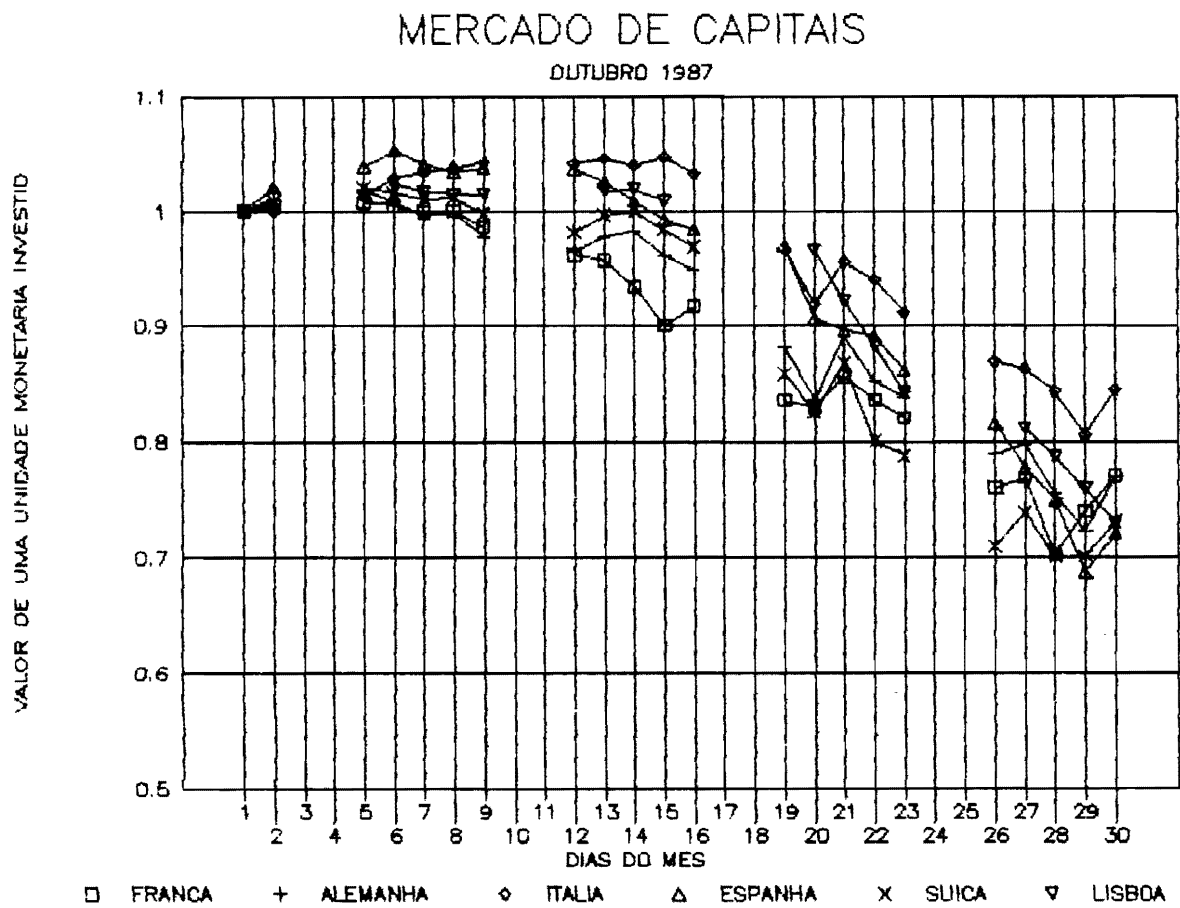


Figura 7

Repare-se agora que, apesar de o comportamento do mercado português ser médio quando comparado com os restantes mercados europeus, há uma característica que o isola em relação aos outros.

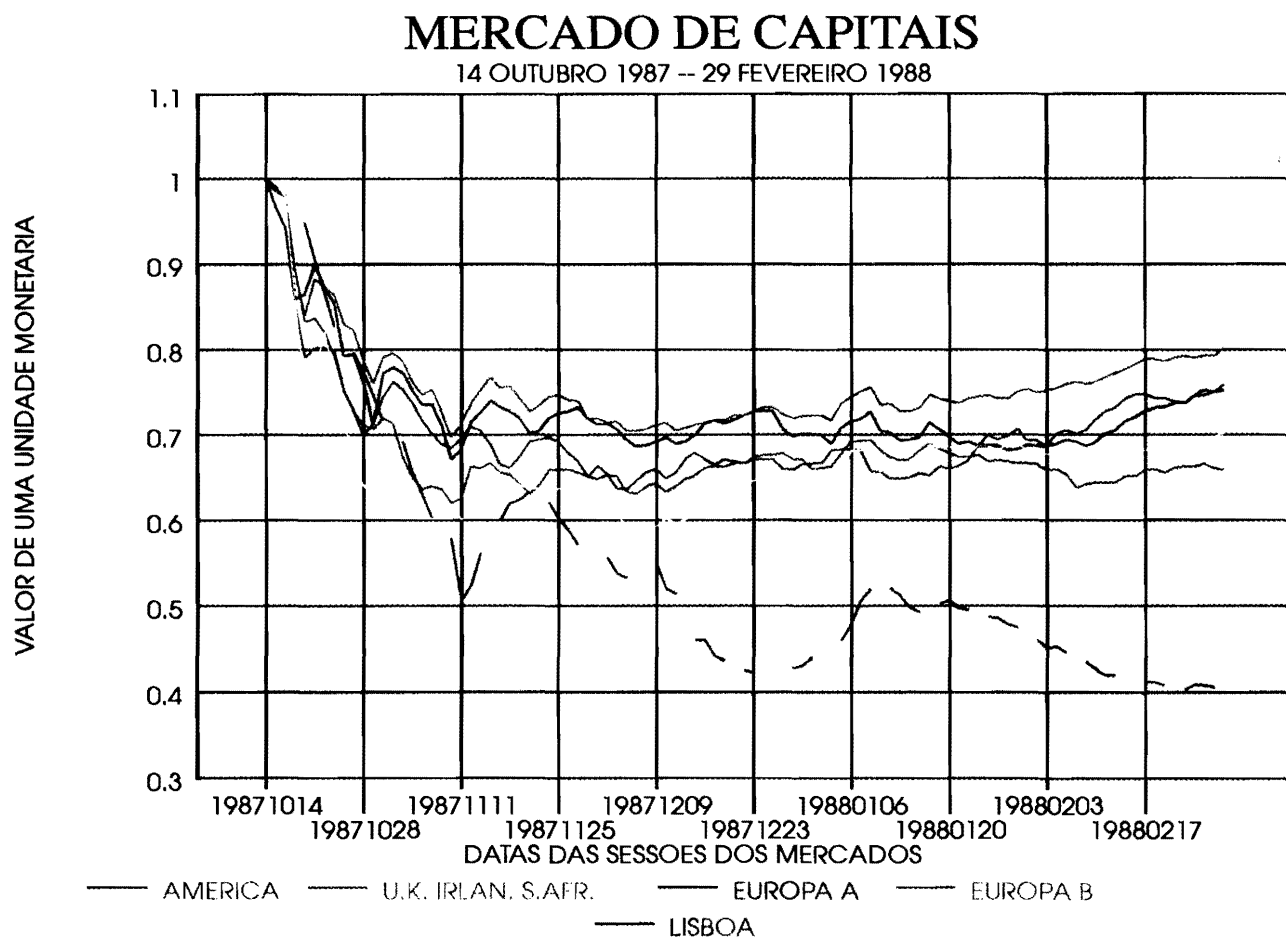
De facto, no mercado português, após o crash, as cotações caíram, em todas as sessões, praticamente ao máximo possível de 5%. Pelo contrário, nos restantes mercados, apesar da depreciação ter sido, até ao fim de Outubro, de idêntica severidade, houve, ao longo da queda, sessões em que o mercado encerrou em alta.

Na figura 8 compara-se o índice BTA com as médias aritméticas dos índices dos principais mercados de cada região do globo, para os primeiros quatro meses após o "crash".

A análise deste gráfico revela que:

- em média os mercados atingiram uma quebra de 35% na primeira semana de Dezembro em resultado do "crash".
- os valores mínimos, depois do "crash", vieram a ocorrer na primeira semana de Dezembro, após duas semanas de quebra abrupta das cotações e seis semanas de grande instabilidade em baixa das cotações.
- após a primeira semana de Dezembro, os mercados, ainda que evidenciando instabilidade, iniciaram a recuperação com o crescimento de médio/longo prazo que caracteriza os mercados de capitais.
- em média os mercados atingiram o fim do mês de Fevereiro de 1988 com uma recuperação de aproximadamente 10 pontos percentuais, em relação aos mínimos atingidos na primeira

semana de Dezembro, isto é, com uma quebra de aproximadamente 25% quando comparados com os máximos atingidos em meados de Outubro.



O comportamento do mercado português apresenta três diferenças de relevo quando comparado com os restantes:

- a quebra abrupta inicial durou quatro e não duas semanas.

- ao longo dos primeiros quatro meses após o crash não teve início a recuperação sustentada, surgindo alguns indícios temporários quase nove meses depois do "crash".
- no final do mês de Fevereiro o mercado apresentava uma depreciação de 60%, ou seja mais do dobro da depreciação experimentada pelos restantes mercados à mesma data.

Estas diferenças verificadas no comportamento do mercado português dão a entender que houve circunstâncias particulares neste mercado.

No seu estudo, Roll [11], contrapõe à hipótese de ter existido uma bolha especulativa, a hipótese racional da existência de um factor macroeconómico para cada país que relacionasse o comportamento do mercado desse país com a actividade da indústria a nível mundial (mercado global).

Segundo ele a existência deste factor daria origem ao mesmo tipo de comportamento dos mercados durante a subida e a queda, do que o que se verificaria se tivesse existido uma bolha especulativa. Por outras palavras, quanto maior tivesse sido a subida das cotações durante o crescimento do mercado, maior seria a descida das cotações aquando da queda.

Este factor macroeconómico característico de cada mercado designado pelo beta desse mercado, pela semelhança em termos de conceito com o beta de cada acção num dado mercado, seria o

responsável pela resposta mais ou menos acentuada às boas e más notícias de um mercado em particular quando comparado com o mercado global.

A amplitude da resposta às novas realidades macroeconómicas variaria em dimensão de país para país, mas seguiria o mesmo andamento global.

O facto de, a partir de determinada altura, o andamento do mercado português nada ter em comum com o dos restantes mercados, torna esta explicação inviável para o caso específico do nosso mercado. A ausência de uma explicação racional que possa explicar o comportamento do nosso mercado, dá força à hipótese de que em Portugal, as cotações ultra-inflacionadas até Outubro tenham dado origem a uma queda descontrolada a partir dessa altura. Por outras palavras, uma "bolha" especulativa.

3.3. ANÁLISE DOS VÁRIOS SEGMENTOS DO MERCADO

3.3.1. MERCADO DAS OPV'S VS MERCADO SECUNDÁRIO

O mercado das OPV'S é, sem dúvida, uma realidade a ter em consideração por qualquer análise do "crash" de 1987 no mercado de capitais em Portugal (ver Anexo A).

Com efeito, este tipo de transacção foi responsável pela disseminação do capital necessário à admissão à cotação de 74 das 95 empresas que, em 1987, passaram a ter as suas acções cotadas em bolsa.

O encaixe proporcionado às empresas por este tipo de transacção foi de 100.4 milhões de contos [22] e [23]. Se se tiver em atenção que, ao longo de todo o ano de 1987, o mercado primário de acções destinado à subscrição pública cativou 64.7 milhões de contos dos investidores [22], e que o mercado secundário oficial transaccionou 168 milhões de contos em acções [23], tem-se a noção da importância destas operações, no mercado de capitais português, em 1987. Para uma análise do "crash" esta importância é acrescida uma vez que 66.1% destas operações se realizaram no último trimestre do ano (ver Anexo B).

Como se pode verificar no Anexo C, a perspectiva contemporânea dos acontecimentos atribui às OPV's um papel de relevo por dois motivos:

- As primeiras sessões de bolsa dedicadas a este fim, após as eleições de 17 de Julho, ocorreram justamente na semana em que o mercado começou a manifestar, no exterior, grandes mostras de nervosismo.
- Ao longo de todo o processo de queda do mercado secundário, passando o final do ano de 1987, foram existindo sessões dedicadas às OPV'S.

O primeiro motivo tem importância pois que poderá ter sido o acontecimento que moderou a pressão da procura no mercado secundário, acabando, por isso, com a expectativa de cotações ainda mais elevadas. Com efeito a possibilidade dos investidores quererem realizar capital para as OPV's anunciadas foi referida na altura, por muitos analistas, como um dos factores que conduziram à estabilização das cotações na primeira quinzena de Outubro. Como se pode verificar pela leitura do Anexo C, o outro factor foi, obviamente, o nervosismo verificado nas principais praças do exterior.

Repare-se, no entanto, que, pelo simples facto de se admitir que o primeiro dos factores foi causa de abrandamento das cotações, se está a admitir implicitamente a existência de uma bolha especulativa. Se esta bolha especulativa, face às expectativas criadas, pode ser ou não racionalizada, depende da perspectiva de análise (por exemplo, Miller [14] apresenta uma teoria interessante sobre a racionalidade das bolhas especulativas que já foi apresentada no capítulo 2).

Porém ao admitir-se a existência de uma bolha especulativa, está-se a admitir que os preços das acções deixaram, na verdade, de ter ligação com as realidades das respectivas empresas. O facto de, nos últimos três meses antes do "crash", não ter surgido qualquer notícia sobre a economia em geral ou as empresas em particular que pudesse legitimar, numa perspectiva racional, os acentuados aumentos das cotações verificados, parece comprovar a ausência de ligação das cotações com a realidade económica que existia no mercado de capitais português da altura.

O segundo motivo apresentado é também digno de realce pois que, por um lado, as OPV's realizadas poderão ter subtraído ao mercado secundário a procura necessária para uma recuperação das cotações e, por outro, poderão ter causado falsas esperanças nos investidores. Com efeito, a cadência das sessões de OPV's, à razão de uma por semana, pode bem ter cativado a atenção e os recursos dos potenciais compradores das acções no mercado secundário, que entretanto se vinham desvalorizando.

As falsas esperanças criadas nos investidores prendem-se com o facto de ter sido voz corrente na altura e ser, ainda hoje, convicção de muitos, quando se fala desses acontecimentos, que o mercado das OPV's reagiu com algum atraso em relação ao mercado secundário. Esta convicção levou a que todos os analistas da altura comentassem os acontecimentos com algum optimismo, pois a "euforia" do mercado de capitais continuava, estando apenas, por algum tempo, mais virada para as OPV's face às maiores mais-valias possíveis com aquele tipo de transacções.

Uma análise mais detalhada das realidades de então, vem demonstrar que a convicção de que o mercado das OPV's teria reagido tardiamente aos acontecimentos era errada, e as esperanças então acalentadas eram realmente falsas como os acontecimentos vieram a comprovar.

A figura 9 mostra isso mesmo, ao colocar no mesmo gráfico o índice BTA e um índice criado para as OPV's, ambos normalizados a 1 para a data de 14 de Outubro de 1987. O índice das OPV's aqui apresentado, após a normalização referida, foi criado, construindo uma média simples do rácio preço médio de venda/preço

base de todas as operações, para cada dia de sessão de OPV's. Como se pode constatar no gráfico, para o índice utilizado, ao contrário da convicção geral, o mercado das OPV's não só reagiu de imediato como ainda reagiu com mais severidade que o mercado secundário.

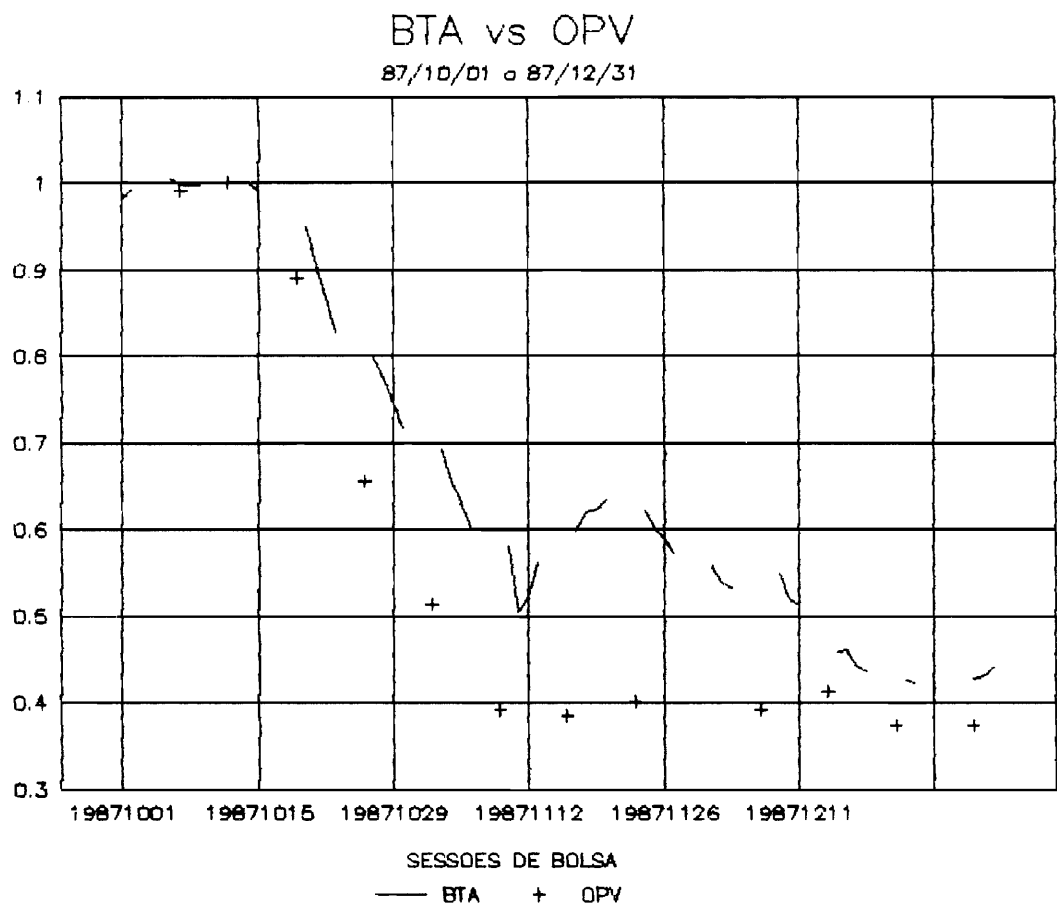


Figura 9

Esta maior severidade do mercado das OPV's era possível visto que a formação do preço, durante a sessão era livre enquanto no mercado secundário estava sujeita ao limite de variação diário de

5%. Com efeito, praticamente a totalidade das OPV's foram realizadas pelo método "holandês" (ver Anexo A), isto é, sob a forma de leilão competitivo em que os pedidos de compra foram satisfeitos por ordem decrescente dos preços oferecidos.

3.3.2. MERCADO FORA DE BOLSA

Alguns analistas financeiros, ainda antes do final de Outubro, levantaram a hipótese dos investidores estrangeiros terem já abandonado as suas posições no mercado português, arrecadando, por isso, significativas mais-valias, uma vez que possivelmente teriam entrado no mercado muito antes de Julho (ver Anexo C).

Uma vez que o mercado em bolsa, dadas as características de funcionamento da altura, nunca conseguiu ter a fluidez suficiente para tal liquidação, resta-nos considerar como porta possível de saída as transacções fora-de-bolsa, quer nos corretores, quer através de instituições financeiras.

Tem, por isso, todo o interesse analisar o comportamento, em número e valor, deste tipo de transacção, ao longo de todo o ano de 1987. Infelizmente, os dados para tal análise ficam muito aquém daquilo que seria desejável. Com efeito apenas foi possível obter a tabela de valores que se apresenta na figura 10 (ver [24]).

O MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS E A CRISE DE 1987

TRANSACCÕES FORA DE BOLSA

| MES | NUMERO TITULOS INSTITUCOES | VALOR TITULOS | NUMERO TITULOS CORRECTORES | VALOR TITULOS | NUMERO TITULOS TOTAL | VALOR |
|--------------------------------|----------------------------------|------------------|----------------------------------|------------------|----------------------------|------------|
| Valores em milhares de escudos | | | | | | |
| 8701 | 151 867 | 1 465 633 | 5 820 | 34 722 | 157 687 | 1 500 355 |
| 8702 | 45 922 | 343 571 | 24 040 | 95 264 | 69 962 | 438 835 |
| 8703 | 46 898 | 420 606 | 29 958 | 563 420 | 76 856 | 984 026 |
| 8704 | 175 431 | 520 968 | 52 993 | 469 565 | 228 424 | 990 533 |
| 8705 | 68 443 | 798 721 | 90 358 | 763 967 | 158 801 | 1 562 688 |
| 8706 | 78 854 | 731 758 | 89 180 | 1 112 975 | 168 034 | 1 844 733 |
| 8707 | 64 011 | 458 555 | 100 685 | 1 404 972 | 164 696 | 1 863 527 |
| 8708 | 25 324 | 369 198 | 150 739 | 1 748 053 | 176 063 | 2 117 251 |
| 8709 | 222 856 | 8 284 169 | 735 245 | 10 526 698 | 958 101 | 18 810 867 |
| 8710 | 301 938 | 4 231 227 | 152 710 | 5 768 455 | 454 648 | 9 999 682 |
| 8711 | 269 779 | 6 015 387 | 110 499 | 1 401 095 | 380 278 | 7 416 482 |
| 8712 | 358 631 | 2 297 180 | 351 045 | 3 811 002 | 709 676 | 6 108 182 |
| TOTAL | 1 809 954 | 25 936 973 | 1 893 272 | 27 700 188 | 3 703 226 | 53 637 161 |

Figura 10

Estes valores, uma vez expressos em percentagem dos verificados no mês de Outubro, revelam, como se pode observar na figura 11, um perfil mais ou menos estacionário durante os primeiros oito meses de 1987 e depois uma grande pontuada durante o mês de Setembro, seguido de uma descida em valor para os restantes três meses do ano.

Esta grande pontuada em Setembro, bem como o valor comparativamente alto de Outubro, poderá corresponder à liquidação de posições de estrangeiros no nosso mercado. São igualmente válidas, no entanto, interpretações alternativas e até opostas.

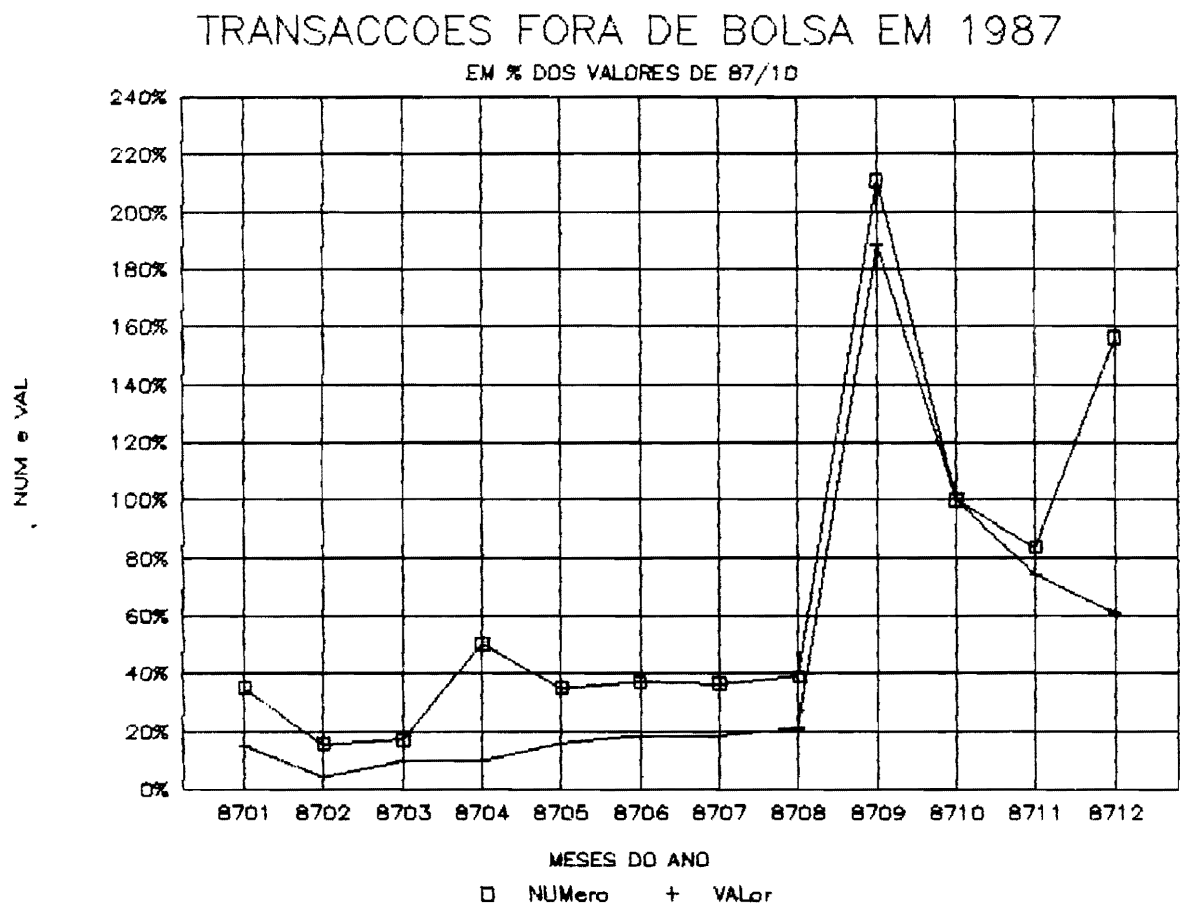


Figura 11

A ausência de informações sobre a dimensão dos lotes de cada transacção, identificação dos compradores e vendedores em cada transacção e datas em que se concentraram, não permite confirmar qualquer das hipóteses.

3.4. COMPORTAMENTO DOS AGENTES ECONÓMICOS

3.4.1. TENDÊNCIAS GERAIS

3.4.1.1. COMPORTAMENTO DOS AGENTES EM GERAL

Para se poder avaliar o comportamento dos agentes em geral é importante serem analisados, antes, durante e depois do "crash", os volumes e valores transaccionados.

Os volumes e valores de acções transaccionadas no mercado português cresceram desde 1985 a 1987. Segundo a referência [22] (quadro VI.17) os valores transaccionados cresceram 8%, de 1985 para 1986, enquanto os volumes transaccionados cresceram 78.7%.

De 1986 para 1987, os valores transaccionados cresceram 1,445.4%, enquanto os volumes transaccionados apenas cresceram 232.9%. Esta diferença entre as percentagens de crescimento dos volumes e valores transaccionados entre 86 e 87 é o reflexo do sobreaquecimento das cotações em 1987.

Os acontecimentos de Outubro de 1987 justificam que se faça uma análise mais fina aos volumes e valores de acções transaccionadas no mercado secundário à volta da queda do mercado. Assim, na figura 12, encontra-se a tabela com os volumes e valores para todas as sessões de bolsa desde o início de Setembro até ao final de Novembro, respectivamente mês e meio antes e depois do "crash". Na mesma tabela encontram-se, também, as percentagens do volume e valor transaccionados em cada sessão em função do volume e valor verificados na sessão do dia 14 de Outubro.

| DATA | NUMERO | | | VALOR | | | INDICE | |
|----------|----------------|-----------|---|----------------|-----------|------|-----------|--|
| | TRANSACCIONADO | | | TRANSACCIONADO | | | BTA | |
| | (titulos) | (% 14/10) | | (escudos) | (% 14/10) | | (% 14/10) | |
| 19870901 | 162 641 | 108.94% | 1 | 884 294 440 | 75.61% | 3996 | 58.96% | |
| 19870902 | 112 156 | 75.12% | 1 | 133 690 780 | 45.49% | 4104 | 60.55% | |
| 19870903 | 139 878 | 93.69% | 1 | 460 233 120 | 58.60% | 4240 | 62.56% | |
| 19870904 | 195 694 | 131.08% | 1 | 814 942 670 | 72.83% | 4329 | 63.87% | |
| 19870908 | 218 798 | 146.56% | 1 | 687 658 698 | 67.72% | 4443 | 65.56% | |
| 19870909 | 194 340 | 130.17% | 2 | 021 762 320 | 81.13% | 4577 | 67.53% | |
| 19870910 | 153 477 | 102.80% | 1 | 189 997 008 | 47.75% | 4692 | 69.23% | |
| 19870911 | 132 100 | 88.48% | 1 | 427 612 760 | 57.29% | 4807 | 70.92% | |
| 19870915 | 196 836 | 131.85% | 1 | 669 322 280 | 66.99% | 4818 | 71.08% | |
| 19870916 | 166 092 | 111.25% | 1 | 614 847 410 | 64.80% | 5014 | 73.98% | |
| 19870917 | 250 591 | 167.85% | 2 | 594 297 320 | 104.10% | 5123 | 75.58% | |
| 19870918 | 136 568 | 91.48% | 1 | 522 519 030 | 61.10% | 5271 | 77.78% | |
| 19870922 | 189 491 | 126.93% | 1 | 565 013 290 | 62.80% | 5564 | 82.10% | |
| 19870923 | 120 538 | 80.74% | 1 | 639 689 470 | 65.80% | 5771 | 85.14% | |
| 19870924 | 166 044 | 111.22% | 2 | 142 979 250 | 85.99% | 5966 | 88.03% | |
| 19870925 | 189 823 | 127.15% | 2 | 972 649 410 | 119.29% | 6146 | 90.68% | |
| 19870929 | 226 080 | 151.43% | 2 | 440 785 330 | 97.94% | 6314 | 93.16% | |
| 19870930 | 173 164 | 115.99% | 2 | 596 365 420 | 104.19% | 6489 | 95.74% | |
| 19871001 | 186 909 | 125.20% | 1 | 993 725 190 | 80.00% | 6657 | 98.22% | |
| 19871002 | 202 923 | 135.92% | 2 | 096 835 440 | 84.14% | 6727 | 99.25% | |
| 19871006 | 158 477 | 106.15% | 2 | 831 425 130 | 113.62% | 6813 | 100.52% | |
| 19871007 | 349 422 | 234.05% | 3 | 677 551 880 | 147.57% | 6769 | 99.86% | |
| 19871008 | 195 405 | 130.89% | 2 | 302 262 660 | 92.39% | 6753 | 99.64% | |
| 19871009 | 188 691 | 126.39% | 2 | 676 135 910 | 107.39% | 6750 | 99.59% | |
| 19871013 | 369 216 | 247.31% | 5 | 159 493 380 | 207.04% | 6772 | 99.92% | |
| 19871014 | 149 293 | 100.00% | 2 | 492 016 470 | 100.00% | 6778 | 100.00% | |
| 19871015 | 178 904 | 119.83% | 2 | 364 153 580 | 94.87% | 6713 | 99.04% | |
| 19871020 | 216 537 | 145.04% | 2 | 815 871 600 | 113.00% | 6430 | 94.87% | |
| 19871021 | 114 426 | 76.65% | 1 | 233 186 396 | 49.49% | 6137 | 90.55% | |
| 19871022 | 75 381 | 50.49% | 1 | 008 059 370 | 40.45% | 5877 | 86.70% | |
| 19871023 | 110 917 | 74.29% | 1 | 601 253 390 | 64.26% | 5606 | 82.71% | |
| 19871027 | 159 307 | 106.71% | 2 | 192 169 880 | 87.97% | 5399 | 79.66% | |
| 19871028 | 106 765 | 71.51% | 1 | 597 517 530 | 64.11% | 5238 | 77.28% | |
| 19871029 | 92 175 | 61.74% | 1 | 285 040 850 | 51.57% | 5055 | 74.58% | |
| 19871030 | 129 007 | 86.41% | 1 | 512 783 520 | 60.71% | 4856 | 71.64% | |
| 19871103 | 125 115 | 83.81% | 1 | 632 920 180 | 65.53% | 4692 | 69.23% | |
| 19871104 | 74 179 | 49.69% | | 881 501 790 | 35.37% | 4455 | 65.72% | |
| 19871105 | 59 580 | 39.91% | | 621 777 314 | 24.95% | 4276 | 63.09% | |
| 19871106 | 58 049 | 38.88% | | 603 915 490 | 24.23% | 4088 | 60.32% | |
| 19871110 | 70 142 | 46.98% | | 427 311 440 | 17.15% | 3919 | 57.82% | |
| 19871111 | 96 373 | 64.55% | | 930 382 390 | 37.33% | 3423 | 50.51% | |
| 19871112 | 59 310 | 39.73% | | 551 788 080 | 22.14% | 3550 | 52.37% | |
| 19871113 | 47 136 | 31.57% | | 608 889 020 | 24.43% | 3807 | 56.17% | |
| 19871117 | 88 683 | 59.40% | 1 | 013 162 000 | 40.66% | 4059 | 59.89% | |
| 19871118 | 64 573 | 43.25% | | 930 386 750 | 37.33% | 4202 | 61.99% | |
| 19871119 | 58 896 | 39.45% | | 793 755 800 | 31.85% | 4226 | 62.35% | |
| 19871120 | 58 179 | 38.97% | | 864 052 450 | 34.67% | 4295 | 63.36% | |
| 19871124 | 90 401 | 60.55% | 1 | 089 613 900 | 43.72% | 4209 | 62.10% | |
| 19871125 | 51 602 | 34.56% | | 573 343 750 | 23.01% | 4080 | 60.20% | |
| 19871126 | 33 621 | 22.52% | | 384 890 150 | 15.44% | 3994 | 58.93% | |
| 19871127 | 34 444 | 23.07% | | 399 055 800 | 16.01% | 3873 | 57.14% | |

Figura 12

Estas percentagens dos volume e valores transaccionados encontram-se representados em gráfico na figura 13, onde se destacam os dados correspondentes aos dias 7 e 13 de Outubro, respectivamente o primeiro dia de queda do mercado desde o final de Julho e o dia de abolição da regra dos 20%.

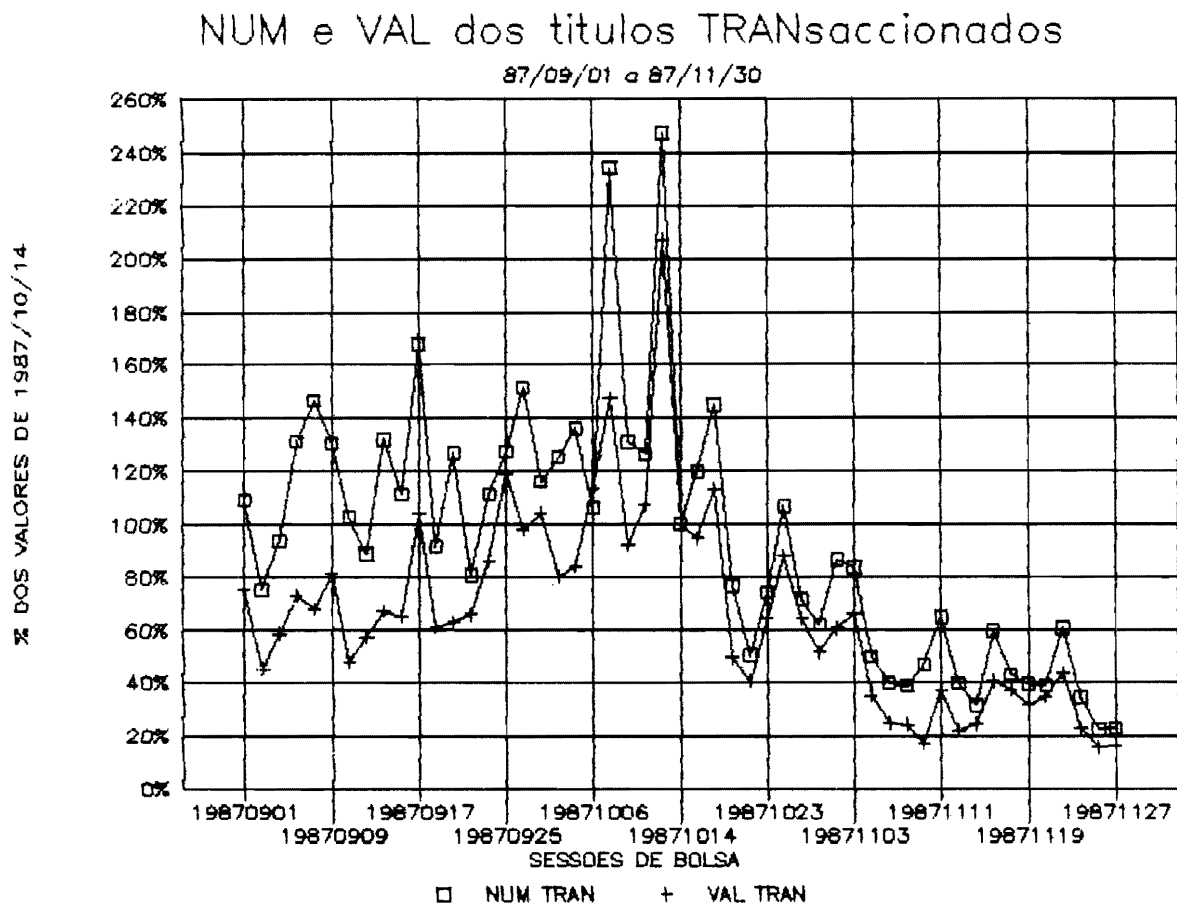


Figura 13

Para uma melhor interpretação das tendências destes dados apresenta-se o gráfico da figura 14, em que, para cada sessão, se consideram as médias móveis dos últimos cinco dias, quer para as

percentagens dos volumes, quer para as percentagens dos valores transaccionados. Neste gráfico aparece também representado o índice BTA em percentagem do valor registado em 14 de Outubro.

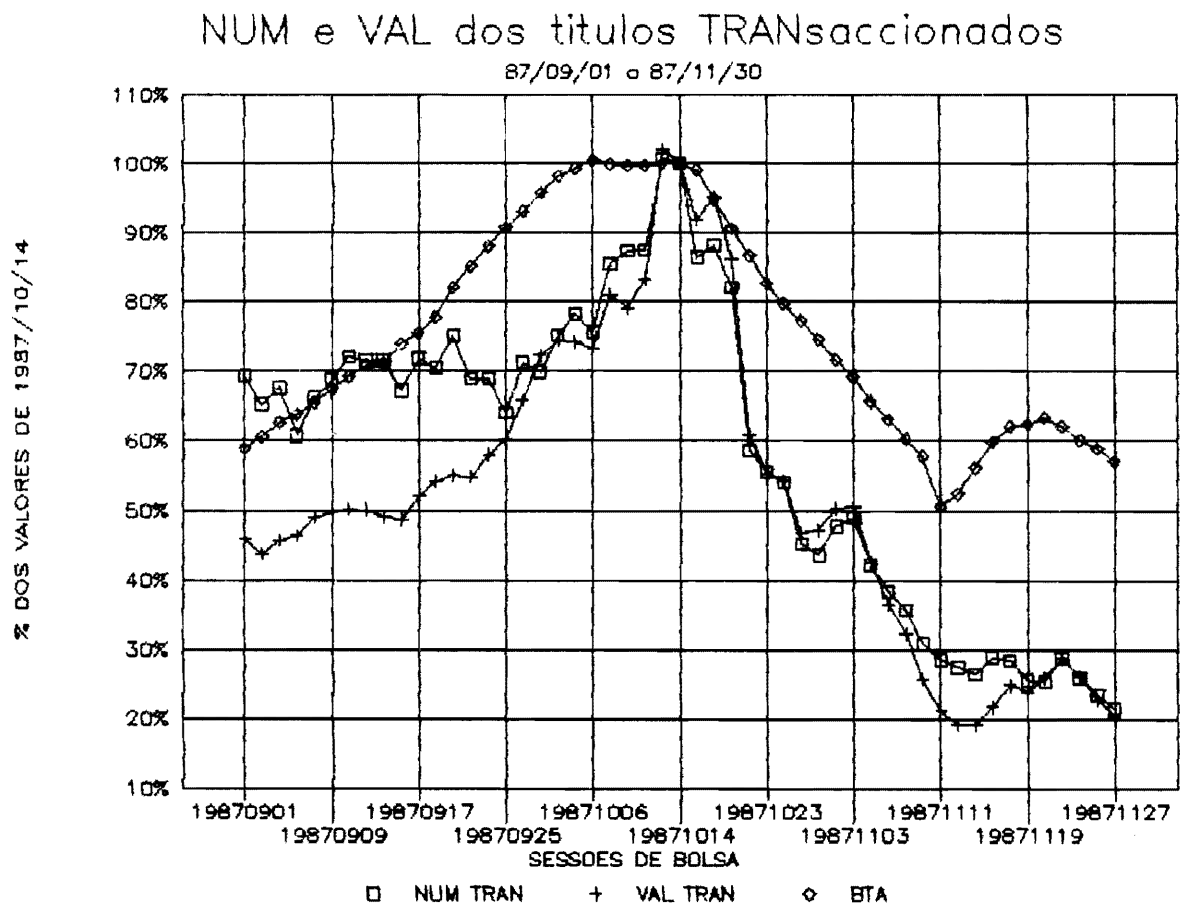


Figura 14

3.4.1.2. COMPORTAMENTO DOS ESTRANGEIROS

O Investimento estrangeiro no mercado de capitais português, segundo o relatório de 1987 do Conselho de Administração do Banco de Portugal [22], passou de 1.2 milhões de contos em 1986 (cerca

de 6 milhões de dolares) para 42.6 milhões de contos (equivalente a 296 milhões de dolares) em 1987, dos quais 89.2% no mercado das acções (contra apenas 33% em 1986).

Segundo este relatório, 80.7% do total do investimento estrangeiro em Portugal terá sido concretizado no terceiro trimestre de 1987.

Os dados fornecidos por este relatório, permitem verificar que o rácio exportações de capitais/importações de capitais, passou de um valor médio nos primeiros 9 meses do ano de 17.5% para 72.9% em Outubro, 300% em Novembro e 53.3% em Dezembro (ver figura 15).

MOVIMENTO DE CAPITAIS COM O EXTERIOR
RELACIONADOS COM OPERACOES SOBRE TITULOS

| (Milhoes de USD) | JAN/SET | OUT. | NOV. | DEZ. | ANO |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| ----- | | | | | |
| IMPORTACAO DE CAPITAIS | | | | | |
| Operacoes sobre accoes | 297 | 144 | 17 | 30 | 488 |
| Total de operacoes | 341 | 144 | 17 | 30 | 532 |
| EXPORTACAO DE CAPITAIS | | | | | |
| Operacoes sobre accoes | 52 | 105 | 51 | 16 | 224 |
| Total de operacoes | 61 | 107 | 51 | 17 | 236 |
| SALDO | | | | | |
| Operacoes sobre accoes | 245 | 39 | -34 | 14 | 264 |
| Total de operacoes | 280 | 37 | -34 | 13 | 296 |
| RACIO EXPORTACAO/IMPORTACAO | | | | | |
| Operacoes sobre accoes | 17.51% | 72.92% | 300.00% | 53.33% | 45.90% |
| Total de operacoes | 17.89% | 74.31% | 300.00% | 56.67% | 44.36% |

Figura 15

Da análise destes dados pode-se concluir que, ao contrário do que muitos analistas afirmaram na altura, o grosso dos investimentos estrangeiros, ao darem-se no terceiro trimestre de 1987, apanharam já as cotações sobre-aquecidas que se verificaram após Julho.

Por outro lado, verifica-se o esforço dos investidores estrangeiros em liquidarem posições durante o mês de Outubro. Durante o mês de Novembro este esforço abrandava, mas a falta de atractividade do mercado português originou que o saldo do movimento de capitais fosse negativo.

Apesar de não sabermos, dentro das liquidações efectuadas, quais aquelas que foram executadas na primeira quinzena de Outubro e quais as que foram na segunda, pois nem mesmo o ICEP possui esses dados, é lícito considerar que o Investimento estrangeiro terá liquidado grande parte do seu capital já depois do "crash".

Conclui-se, portanto, que a opinião formulada por muitos analistas de mercado da altura, de que os grandes ganhadores de todo o processo de subida descontrolada e queda do mercado português teriam sido os estrangeiros, não só não se confirma, como tudo indica justamente o contrário. Isto é, em média, estes agentes do mercado, teriam sofrido perdas idênticas aos demais investidores com o mesmo tipo de acesso ao mercado.

3.4.2. SELECÇÃO DOS TÍTULOS FACE ÀS ALTERAÇÕES DE EXPECTATIVAS

O gráfico da figura 14 ao normalizar à unidade, para o dia 14 de Outubro, as curvas das médias móveis dos volumes e valores das acções transaccionadas, permite ainda verificar se o "portfolio" transaccionado em cada dia se centrou em torno de acções de preço mais elevado ou mais baixo, quando comparado com o "portfolio" transaccionado no dia 14.

De facto, uma vez que ambas as curvas são forçadas a coincidir num determinado dia, se em outro dia as curvas divergem, isso significa que o portfolio de acções transaccionado neste último terá sido, comparativamente mais caro ou mais barato, consoante a curva das médias móveis dos valores transaccionados estiver acima da curva das médias móveis dos volumes ou vice-versa.

Desta forma, por análise do referido gráfico, podemos verificar que, ao longo do mês de Setembro, as transacções se foram progressivamente concentrando nas acções de maior valor. Esta tendência prolongou-se durante, a crise no mercado.

Isso mesmo pode ser verificado através das tabelas das figuras 16, 17 e 18, onde, a par com as dez acções mais líquidos, se apresentam os valores e números totais de acções transaccionadas durante os períodos de 9 de Setembro a 25 de Setembro, 25 de Setembro a 14 de Outubro e de 14 de Outubro a 3 de Novembro, respectivamente. Com efeito, do primeiro para o segundo período, o crescimento do número de acções transaccionadas foi de 24.1% enquanto o valor das acções transaccionadas cresceu 51.8% (note-se que, de 25 de Setembro a 14 de Outubro, o índice BTA apenas

cresceu 10.3%). Também do segundo para o terceiro período se verifica que o decréscimo do número de acções transaccionadas foi de 38.6% enquanto o valor das acções transaccionadas decresceu apenas 36.7% (apesar do índice BTA ter caído 30.8% de 14 de Outubro a 3 de Novembro).

Nas tabelas das figuras 16, 17 e 18, pode ainda ser verificado que as transacções nas dez acções mais líquidos vão progressivamente representando uma maior percentagem do valor total das transacções.

| TITULOS MAIS LIQUIDOS | | | | | | | |
|--|------------|----------------------|-------------------------|-----------------------------------|-------------------|-----------------|-------|
| PERIODO EM ANALISE: 19870909 a 19870925 | | | | | | | |
| NUMERO DE SESSOES DURANTE O PERIODO: 16 | | | | | | | |
| VALOR TOTAL TRANSACCIONADO: 20 357 906 548 escudos | | | | | | | |
| TOTAL TITULOS TRANSACCIONADOS: 1 895 460 | | | | | | | |
| NUMERO | NOME | INDICE DE FREQUENCIA | NUM.TITULOS TRANSACCIO. | VAL.TITULOS TRANSACCIO. (escudos) | % EMPRESA TRANSA. | % TOTAL TRANSA. | |
| 22534000101 | CAIMA | 45.45% | 20 458 | 1 818 413 600 | 1.14% | 8.93% | |
| 22134000401 | SOPORCEL | 90.91% | 49 121 | 1 339 360 200 | 0.28% | 6.58% | |
| 12172000101 | MARCONI-PO | 72.73% | 108 365 | 1 322 180 750 | 1.47% | 6.49% | |
| 12135001101 | SONAE | 81.82% | 51 745 | 1 149 733 900 | 1.03% | 5.65% | |
| 12133001401 | NOVOPAN | 90.91% | 73 953 | 1 143 533 600 | 7.30% | 5.62% | |
| 12135000201 | MABOR | 100.00% | 100 867 | 1 005 347 600 | 7.20% | 4.94% | |
| 12181000501 | IMOLEASING | 81.82% | 56 248 | 817 439 550 | 5.62% | 4.02% | |
| 12181008401 | ESP. SANTO | 71.43% | 36 048 | 746 535 050 | 2.12% | 3.67% | |
| 12134000201 | INAPA | 81.82% | 20 561 | 698 813 000 | 2.06% | 3.43% | |
| 12131002401 | SOJA | 100.00% | 37 710 | 690 454 050 | 4.71% | 3.39% | 52.72 |

Figura 16

Com efeito enquanto de 9 de Setembro a 25 de Setembro representava 52.7%, de 25 de Setembro a 14 de Outubro já representava 54.4%, apesar do mercado ainda não ter iniciado a sua queda. Após

o deflagrar da crise, isto é de 14 de Outubro a 3 de Novembro, o valor das transacções nas dez acções mais líquidas atingia 62.3% do valor total de transacções no período.

TITULOS MAIS LIQUIDOS

PERIODO EM ANALISE: 19870925 a 19871014
NUMERO DE SESSOES DURANTE O PERIODO: 11
VALOR TOTAL TRANSACCIONADO: 30 910 685 020 escudos
TOTAL TITULOS TRANSACCIONADOS: 2 352 922

| NUMERO | NOME | INDICE DE FREQUENCIA | NUM.TITULOS TRANSACCIO. | VAL.TITULOS TRANSACCIO. (escudos) | % EMPRESA TRANSA. | % TOTAL TRANSA. | |
|-------------|------------|----------------------|-------------------------|--------------------------------------|-------------------|-----------------|-------|
| 12172000101 | MARCONI-PO | 72.73% | 208 635 | 3 750 091 950 | 2.84% | 12.13% | |
| 12135001101 | SONAE | 100.00% | 80 083 | 2 352 342 750 | 1.60% | 7.61% | |
| 22534000101 | CAIMA | 90.91% | 23 674 | 2 303 574 700 | 1.32% | 7.45% | |
| 12181008401 | ESP. SANTO | 36.36% | 54 119 | 1 660 861 300 | 3.18% | 5.37% | |
| 12181000901 | CISF | 100.00% | 8 437 | 1 383 750 300 | 2.11% | 4.48% | |
| 12135000201 | MABOR | 81.82% | 97 070 | 1 229 916 000 | 6.93% | 3.98% | |
| 12181000701 | BPI-PO | 36.36% | 20 010 | 1 172 539 450 | 4.00% | 3.79% | |
| 12134000201 | INAPA | 90.91% | 25 143 | 1 053 937 650 | 2.51% | 3.41% | |
| 22134000401 | SOPORCEL | 36.36% | 26 011 | 994 271 700 | 0.15% | 3.22% | |
| 12194000201 | EST.SOL/PO | 100.00% | 98 337 | 901 338 150 | 6.87% | 2.92% | 54.36 |

Figura 17

Portanto, à medida que a insegurança se ia apoderando do mercado, os agentes, viravam os seus investimentos para as acções mais caras e para as acções mais líquidas. Enquanto o segundo comportamento é perfeitamente justificado e mesmo característico nas alturas de crise, o mesmo já não se pode dizer do primeiro. No entanto nessa altura, porque as acções com as cotações mais elevadas eram, em regra, aqueles que se tinham valorizado mais, eram também os mais procurados como forma de segurança do investimento. Este raciocínio ignorava o facto de que, mesmo quando

tudo se passa de uma forma racional, as acções que mais se valorizam durante uma alta do mercado são aquelas que mais caem aquando de uma baixa (coeficiente beta mais elevado).

TITULOS MAIS LIQUIDOS

PERIODO EM ANALISE: 19871014 a 19871103
NUMERO DE SESSOES DURANTE O PERIODO: 11
VALOR TOTAL TRANSACCIONADO: 19 550 956 706 escudos
TOTAL TITULOS TRANSACCIONADOS: 1 444 275

| NUMERO | NOME | INDICE DE FREQUENCIA | NUM.TITULOS TRANSACCIO. | VAL.TITULOS TRANSACCIO. (escudos) | % EMPRESA TRANSA. | % TOTAL TRANSA. | |
|-------------|------------|----------------------|-------------------------|--------------------------------------|-------------------|-----------------|-------|
| 12172000101 | MARCONI-PO | 100.00% | 272 644 | 4 125 438 000 | 3.71% | 21.10% | |
| 12135001101 | SONAE | 100.00% | 89 219 | 2 029 120 350 | 1.78% | 10.38% | |
| 12181000901 | CISF | 100.00% | 11 955 | 1 526 321 300 | 2.99% | 7.81% | |
| 12181008401 | ESP. SANTO | 100.00% | 36 089 | 1 148 301 700 | 2.12% | 5.87% | |
| 12135000201 | MABOR | 100.00% | 51 923 | 702 023 800 | 3.71% | 3.59% | |
| 12181000701 | BPI-PO | 100.00% | 13 291 | 642 014 300 | 2.66% | 3.28% | |
| 22134000401 | SOPORCEL | 100.00% | 13 278 | 531 663 250 | 0.08% | 2.72% | |
| 12138000201 | EFACEC | 100.00% | 62 545 | 511 911 800 | 4.17% | 2.62% | |
| 12181003502 | BCP-NO | 100.00% | 4 047 | 509 376 400 | 0.72% | 2.61% | |
| 12183004201 | LUSOTUR | 100.00% | 30 977 | 459 483 600 | 1.28% | 2.35% | 62.33 |

Figura 18

No entanto, pode-se considerar que esta procura dos investidores pelas acções referidas foi, em grande parte, motivada pela quase ausência dos bancos no mercado português, uma vez que os processos de privatização da banca nacionalizada só se vieram a iniciar mais tarde. Porque os bancos têm normalmente um papel de esteio dos mercados, em virtude da sua grande liquidez, é possível admitir que a reacção dos investidores seria porventura bastante diferente, se acaso os bancos estivessem já cotados no mercado português à altura da crise.

3.4.3. CAPACIDADE DE ENCONTRO/DESENCONTRO FACE ÀS ALTERAÇÕES DAS EXPECTATIVAS E DAS REGRAS DO MERCADO

Nas figuras 19 e 20 encontram-se, respectivamente, a tabela e o gráfico com os dados respeitantes à capacidade de encontro entre os agentes do mercado. Nesta tabela e gráfico estão registados, para cada sessão de bolsa realizada entre o início do mês de Setembro e o fim do mês de Novembro:

- o número de acções em que se efectuaram transacções e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, independentemente de terem ou não sido transaccionadas, ficaram com posição de comprador mas sem posição de vendedor, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, independentemente de terem ou não sido transaccionadas, ficaram com posição de vendedor mas sem posição de comprador, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, independentemente de terem ou não sido transaccionadas, ficaram com posição de comprador e com posição de vendedor, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;

O MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS E A CRISE DE 1987

| CAPACIDADE DE ENCONTRO DOS AGENTES EM GERAL | | | | | | | | | | | |
|---|---------------|--------|--------------|--------|-------------|--------|-------|--------|------|-------|-----|
| DATA | COM EFECTUADO | | SO COMPRADOR | | SO VENDEDOR | | AMBOS | | NADA | TOTAL | |
| 19870901 | 67 | 69.07% | 48 | 49.48% | 11 | 11.34% | 36 | 37.11% | 2 | 2.06% | 97 |
| 19870902 | 63 | 64.95% | 49 | 50.52% | 13 | 13.40% | 34 | 35.05% | 1 | 1.03% | 97 |
| 19870903 | 63 | 63.64% | 45 | 45.45% | 14 | 14.14% | 38 | 38.38% | 2 | 2.02% | 99 |
| 19870904 | 67 | 67.68% | 45 | 45.45% | 16 | 16.16% | 36 | 36.36% | 2 | 2.02% | 99 |
| 19870908 | 66 | 66.67% | 39 | 39.39% | 13 | 13.13% | 44 | 44.44% | 3 | 3.03% | 99 |
| 19870909 | 72 | 72.00% | 46 | 46.00% | 17 | 17.00% | 35 | 35.00% | 2 | 2.00% | 100 |
| 19870910 | 71 | 68.93% | 50 | 48.54% | 14 | 13.59% | 37 | 35.92% | 2 | 1.94% | 103 |
| 19870911 | 67 | 63.81% | 41 | 39.05% | 16 | 15.24% | 45 | 42.86% | 3 | 2.86% | 105 |
| 19870915 | 66 | 61.68% | 42 | 39.25% | 17 | 15.89% | 41 | 38.32% | 7 | 6.54% | 107 |
| 19870916 | 71 | 65.74% | 49 | 45.37% | 19 | 17.59% | 36 | 33.33% | 4 | 3.70% | 108 |
| 19870917 | 76 | 70.37% | 48 | 44.44% | 26 | 24.07% | 30 | 27.78% | 4 | 3.70% | 108 |
| 19870918 | 71 | 65.74% | 46 | 42.59% | 24 | 22.22% | 34 | 31.48% | 4 | 3.70% | 108 |
| 19870922 | 68 | 62.96% | 62 | 57.41% | 16 | 14.81% | 29 | 26.85% | 1 | 0.93% | 108 |
| 19870923 | 58 | 53.21% | 50 | 45.87% | 17 | 15.60% | 40 | 36.70% | 2 | 1.83% | 109 |
| 19870924 | 62 | 56.36% | 58 | 52.73% | 12 | 10.91% | 40 | 36.36% | 0 | 0.00% | 110 |
| 19870925 | 66 | 60.00% | 51 | 46.36% | 21 | 19.09% | 38 | 34.55% | 0 | 0.00% | 110 |
| 19870929 | 67 | 60.91% | 62 | 56.36% | 16 | 14.55% | 31 | 28.18% | 1 | 0.91% | 110 |
| 19870930 | 70 | 63.06% | 52 | 46.85% | 20 | 18.02% | 36 | 32.43% | 3 | 2.70% | 111 |
| 19871001 | 69 | 62.16% | 56 | 50.45% | 24 | 21.62% | 28 | 25.23% | 3 | 2.70% | 111 |
| 19871002 | 65 | 58.56% | 41 | 36.94% | 25 | 22.52% | 42 | 37.84% | 3 | 2.70% | 111 |
| 19871006 | 67 | 59.29% | 53 | 46.90% | 16 | 14.16% | 40 | 35.40% | 4 | 3.54% | 113 |
| 19871007 | 75 | 66.37% | 47 | 41.59% | 31 | 27.43% | 33 | 29.20% | 2 | 1.77% | 113 |
| 19871008 | 67 | 57.76% | 45 | 38.79% | 29 | 25.00% | 39 | 33.62% | 3 | 2.59% | 116 |
| 19871009 | 78 | 66.10% | 41 | 34.75% | 40 | 33.90% | 36 | 30.51% | 1 | 0.85% | 118 |
| 19871013 | 105 | 89.74% | 56 | 47.86% | 50 | 42.74% | 11 | 9.40% | 0 | 0.00% | 117 |
| 19871014 | 100 | 84.75% | 50 | 42.37% | 51 | 43.22% | 16 | 13.56% | 1 | 0.85% | 118 |
| 19871015 | 104 | 85.95% | 47 | 38.84% | 56 | 46.28% | 16 | 13.22% | 2 | 1.65% | 121 |
| 19871020 | 103 | 84.43% | 33 | 27.05% | 82 | 67.21% | 4 | 3.28% | 3 | 2.46% | 122 |
| 19871021 | 96 | 78.69% | 20 | 16.39% | 95 | 77.87% | 4 | 3.28% | 3 | 2.46% | 122 |
| 19871022 | 96 | 76.19% | 25 | 19.84% | 89 | 70.63% | 5 | 3.97% | 7 | 5.56% | 126 |
| 19871023 | 102 | 80.95% | 24 | 19.05% | 89 | 70.63% | 8 | 6.35% | 5 | 3.97% | 126 |
| 19871027 | 102 | 81.60% | 23 | 18.40% | 93 | 74.40% | 5 | 4.00% | 4 | 3.20% | 125 |
| 19871028 | 95 | 76.00% | 23 | 18.40% | 95 | 76.00% | 4 | 3.20% | 3 | 2.40% | 125 |
| 19871029 | 95 | 76.00% | 29 | 23.20% | 93 | 74.40% | 1 | 0.80% | 2 | 1.60% | 125 |
| 19871030 | 102 | 81.60% | 32 | 25.60% | 90 | 72.00% | 1 | 0.80% | 2 | 1.60% | 125 |
| 19871103 | 90 | 73.17% | 29 | 23.58% | 89 | 72.36% | 4 | 3.25% | 1 | 0.81% | 123 |
| 19871104 | 87 | 70.73% | 25 | 20.33% | 97 | 78.86% | 0 | 0.00% | 1 | 0.81% | 123 |
| 19871105 | 89 | 72.36% | 19 | 15.45% | 103 | 83.74% | 0 | 0.00% | 1 | 0.81% | 123 |
| 19871106 | 71 | 56.80% | 21 | 16.80% | 101 | 80.80% | 0 | 0.00% | 3 | 2.40% | 125 |
| 19871110 | 91 | 72.80% | 23 | 18.40% | 92 | 73.60% | 4 | 3.20% | 6 | 4.80% | 125 |
| 19871111 | 89 | 71.20% | 22 | 17.60% | 59 | 47.20% | 41 | 32.80% | 3 | 2.40% | 125 |
| 19871112 | 89 | 69.53% | 22 | 17.19% | 15 | 11.72% | 87 | 67.97% | 4 | 3.13% | 128 |
| 19871113 | 98 | 76.56% | 23 | 17.97% | 11 | 8.59% | 92 | 71.88% | 2 | 1.56% | 128 |
| 19871117 | 97 | 75.19% | 24 | 18.60% | 14 | 10.85% | 88 | 68.22% | 3 | 2.33% | 129 |
| 19871118 | 96 | 74.42% | 21 | 16.28% | 11 | 8.53% | 95 | 73.64% | 2 | 1.55% | 129 |
| 19871119 | 101 | 77.10% | 16 | 12.21% | 18 | 13.74% | 93 | 70.99% | 4 | 3.05% | 131 |
| 19871120 | 102 | 77.86% | 15 | 11.45% | 19 | 14.50% | 94 | 71.76% | 3 | 2.29% | 131 |
| 19871124 | 107 | 81.68% | 14 | 10.69% | 17 | 12.98% | 100 | 76.34% | 0 | 0.00% | 131 |
| 19871125 | 102 | 76.69% | 14 | 10.53% | 18 | 13.53% | 101 | 75.94% | 0 | 0.00% | 133 |
| 19871126 | 97 | 72.93% | 12 | 9.02% | 22 | 16.54% | 99 | 74.44% | 0 | 0.00% | 133 |
| 19871127 | 101 | 74.81% | 12 | 8.89% | 25 | 18.52% | 96 | 71.11% | 2 | 1.48% | 135 |

Figura 19

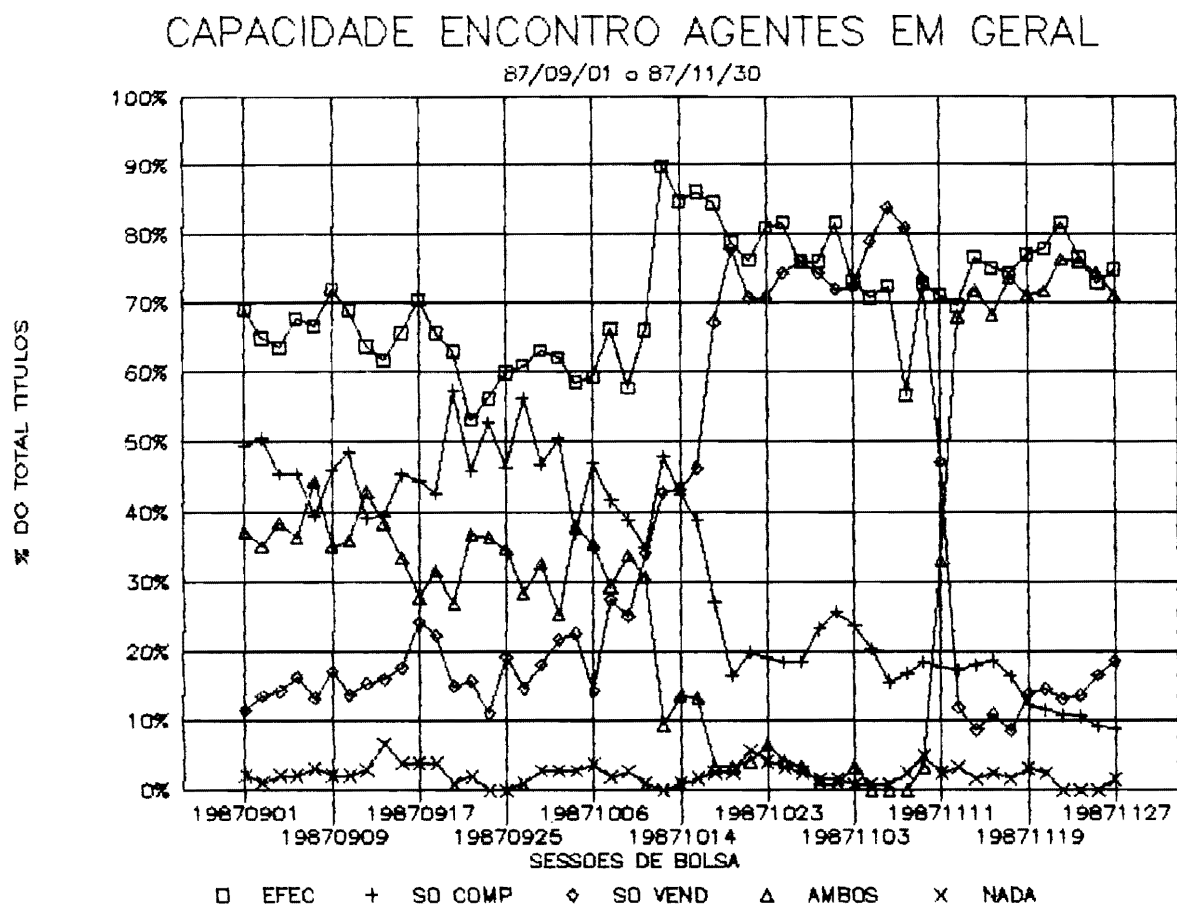


Figura 20

- o número de acções que, independentemente de terem ou não sido transaccionadas, ficaram sem posição de comprador nem posição de vendedor, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa.

O MERCADO DE CAPITALIS PORTUGUÊS E A CRISE DE 1987

| DESENCONTRO DOS AGENTES EM GERAL | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|---------------|--------|--------------|--------|-------------|--------|-------|--------|------|-------|-----|
| DATA | SEM EFECTUADO | | SO COMPRADOR | | SO VENDEDOR | | AMBOS | | NADA | TOTAL | |
| 19870901 | 30 | 30.93% | 7 | 7.22% | 2 | 2.06% | 19 | 19.59% | 2 | 2.06% | 97 |
| 19870902 | 34 | 35.05% | 12 | 12.37% | 2 | 2.06% | 19 | 19.59% | 1 | 1.03% | 97 |
| 19870903 | 36 | 36.36% | 13 | 13.13% | 3 | 3.03% | 18 | 18.18% | 2 | 2.02% | 99 |
| 19870904 | 32 | 32.32% | 14 | 14.14% | 2 | 2.02% | 14 | 14.14% | 2 | 2.02% | 99 |
| 19870908 | 33 | 33.33% | 9 | 9.09% | 3 | 3.03% | 18 | 18.18% | 3 | 3.03% | 99 |
| 19870909 | 28 | 28.00% | 7 | 7.00% | 3 | 3.00% | 16 | 16.00% | 2 | 2.00% | 100 |
| 19870910 | 32 | 31.07% | 12 | 11.65% | 4 | 3.88% | 14 | 13.59% | 2 | 1.94% | 103 |
| 19870911 | 38 | 36.19% | 9 | 8.57% | 7 | 6.67% | 19 | 18.10% | 3 | 2.86% | 105 |
| 19870915 | 41 | 38.32% | 8 | 7.48% | 4 | 3.74% | 22 | 20.56% | 7 | 6.54% | 107 |
| 19870916 | 37 | 34.26% | 9 | 8.33% | 6 | 5.56% | 18 | 16.67% | 4 | 3.70% | 108 |
| 19870917 | 32 | 29.63% | 12 | 11.11% | 5 | 4.63% | 11 | 10.19% | 4 | 3.70% | 108 |
| 19870918 | 37 | 34.26% | 11 | 10.19% | 3 | 2.78% | 19 | 17.59% | 4 | 3.70% | 108 |
| 19870922 | 40 | 37.04% | 13 | 12.04% | 5 | 4.63% | 21 | 19.44% | 1 | 0.93% | 108 |
| 19870923 | 51 | 46.79% | 12 | 11.01% | 2 | 1.83% | 35 | 32.11% | 2 | 1.83% | 109 |
| 19870924 | 48 | 43.64% | 12 | 10.91% | 2 | 1.82% | 34 | 30.91% | 0 | 0.00% | 110 |
| 19870925 | 44 | 40.00% | 11 | 10.00% | 6 | 5.45% | 27 | 24.55% | 0 | 0.00% | 110 |
| 19870929 | 43 | 39.09% | 13 | 11.82% | 5 | 4.55% | 24 | 21.82% | 1 | 0.91% | 110 |
| 19870930 | 41 | 36.94% | 14 | 12.61% | 2 | 1.80% | 22 | 19.82% | 3 | 2.70% | 111 |
| 19871001 | 42 | 37.84% | 16 | 14.41% | 6 | 5.41% | 17 | 15.32% | 3 | 2.70% | 111 |
| 19871002 | 46 | 41.44% | 11 | 9.91% | 6 | 5.41% | 26 | 23.42% | 3 | 2.70% | 111 |
| 19871006 | 46 | 40.71% | 13 | 11.50% | 4 | 3.54% | 25 | 22.12% | 4 | 3.54% | 113 |
| 19871007 | 38 | 33.63% | 9 | 7.96% | 2 | 1.77% | 25 | 22.12% | 2 | 1.77% | 113 |
| 19871008 | 49 | 42.24% | 11 | 9.48% | 6 | 5.17% | 29 | 25.00% | 3 | 2.59% | 116 |
| 19871009 | 40 | 33.90% | 13 | 11.02% | 5 | 4.24% | 21 | 17.80% | 1 | 0.85% | 118 |
| 19871013 | 12 | 10.26% | 11 | 9.40% | 1 | 0.85% | 0 | 0.00% | 0 | 0.00% | 117 |
| 19871014 | 18 | 15.25% | 12 | 10.17% | 4 | 3.39% | 1 | 0.85% | 1 | 0.85% | 118 |
| 19871015 | 17 | 14.05% | 13 | 10.74% | 2 | 1.65% | 0 | 0.00% | 2 | 1.65% | 121 |
| 19871020 | 19 | 15.57% | 9 | 7.38% | 7 | 5.74% | 0 | 0.00% | 3 | 2.46% | 122 |
| 19871021 | 26 | 21.31% | 9 | 7.38% | 13 | 10.66% | 1 | 0.82% | 3 | 2.46% | 122 |
| 19871022 | 30 | 23.81% | 9 | 7.14% | 14 | 11.11% | 0 | 0.00% | 7 | 5.56% | 126 |
| 19871023 | 24 | 19.05% | 10 | 7.94% | 7 | 5.56% | 2 | 1.59% | 5 | 3.97% | 126 |
| 19871027 | 23 | 18.40% | 8 | 6.40% | 9 | 7.20% | 2 | 1.60% | 4 | 3.20% | 125 |
| 19871028 | 30 | 24.00% | 5 | 4.00% | 21 | 16.80% | 1 | 0.80% | 3 | 2.40% | 125 |
| 19871029 | 30 | 24.00% | 7 | 5.60% | 21 | 16.80% | 0 | 0.00% | 2 | 1.60% | 125 |
| 19871030 | 23 | 18.40% | 6 | 4.80% | 15 | 12.00% | 0 | 0.00% | 2 | 1.60% | 125 |
| 19871103 | 33 | 26.83% | 11 | 8.94% | 21 | 17.07% | 0 | 0.00% | 1 | 0.81% | 123 |
| 19871104 | 36 | 29.27% | 9 | 7.32% | 26 | 21.14% | 0 | 0.00% | 1 | 0.81% | 123 |
| 19871105 | 34 | 27.64% | 10 | 8.13% | 23 | 18.70% | 0 | 0.00% | 1 | 0.81% | 123 |
| 19871106 | 54 | 43.20% | 12 | 9.60% | 39 | 31.20% | 0 | 0.00% | 3 | 2.40% | 125 |
| 19871110 | 34 | 27.20% | 11 | 8.80% | 17 | 13.60% | 0 | 0.00% | 6 | 4.80% | 125 |
| 19871111 | 36 | 28.80% | 13 | 10.40% | 16 | 12.80% | 4 | 3.20% | 3 | 2.40% | 125 |
| 19871112 | 39 | 30.47% | 12 | 9.38% | 11 | 8.59% | 12 | 9.38% | 4 | 3.13% | 128 |
| 19871113 | 30 | 23.44% | 12 | 9.38% | 4 | 3.13% | 12 | 9.38% | 2 | 1.56% | 128 |
| 19871117 | 32 | 24.81% | 12 | 9.30% | 5 | 3.88% | 12 | 9.30% | 3 | 2.33% | 129 |
| 19871118 | 33 | 25.58% | 12 | 9.30% | 5 | 3.88% | 14 | 10.85% | 2 | 1.55% | 129 |
| 19871119 | 30 | 22.90% | 10 | 7.63% | 7 | 5.34% | 9 | 6.87% | 4 | 3.05% | 131 |
| 19871120 | 29 | 22.14% | 9 | 6.87% | 9 | 6.87% | 8 | 6.11% | 3 | 2.29% | 131 |
| 19871124 | 24 | 18.32% | 8 | 6.11% | 6 | 4.58% | 10 | 7.63% | 0 | 0.00% | 131 |
| 19871125 | 31 | 23.31% | 8 | 6.02% | 7 | 5.26% | 16 | 12.03% | 0 | 0.00% | 133 |
| 19871126 | 36 | 27.07% | 8 | 6.02% | 11 | 8.27% | 17 | 12.78% | 0 | 0.00% | 133 |
| 19871127 | 34 | 25.19% | 6 | 4.44% | 8 | 5.93% | 18 | 13.33% | 2 | 1.48% | 135 |

Figura 21

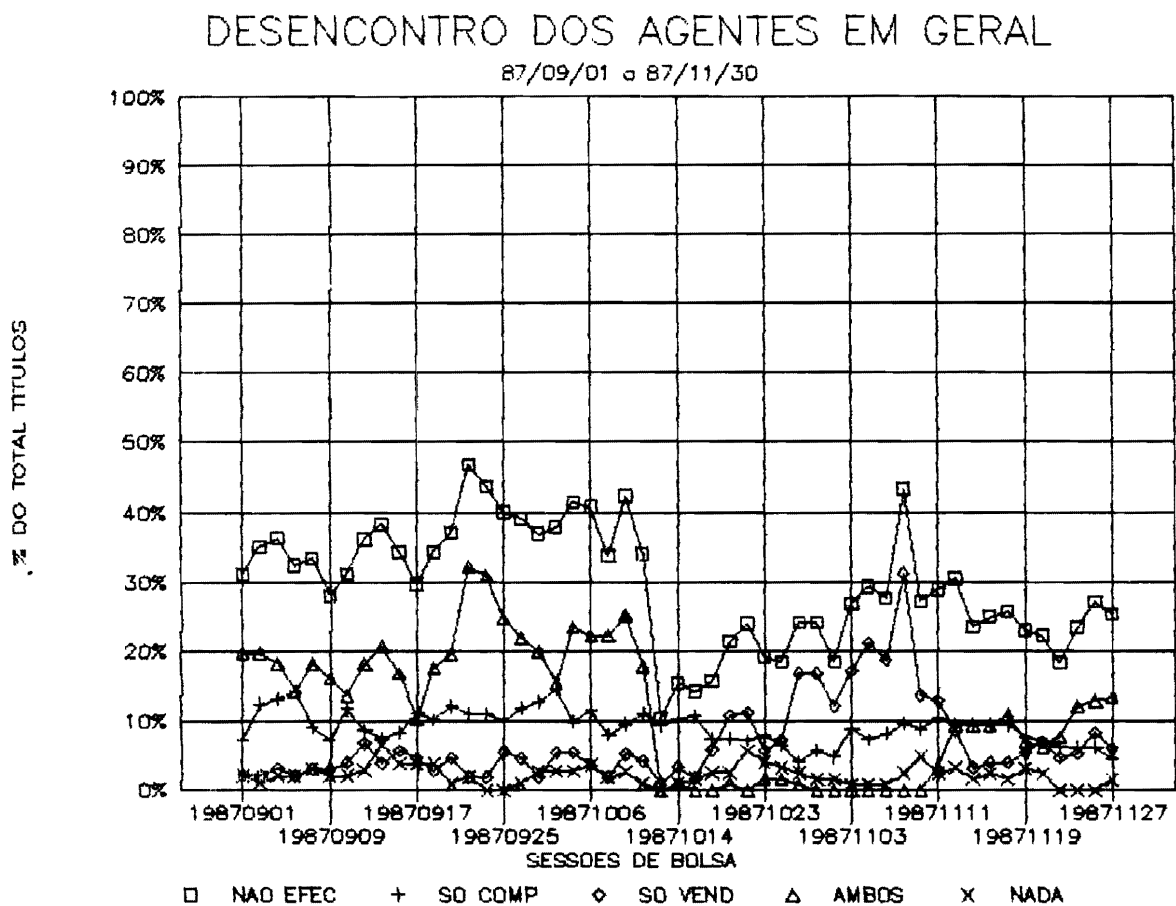


Figura 22

Nas figuras 21 e 22 encontram-se respectivamente a tabela e o gráfico com os dados respeitantes ao desencontro entre os agentes do mercado. De facto, nesta tabela e gráfico estão registados, para cada sessão de bolsa realizada entre o início do mês de Setembro e o fim do mês de Novembro:

- o número de acções em que não se efectuaram transacções e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, não tendo registado qualquer transacção, ficaram com posição de comprador mas sem posição de vendedor, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, não tendo registado qualquer transacção, ficaram com posição de vendedor mas sem posição de comprador, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, não tendo registado qualquer transacção, ficaram com posição de comprador e com posição de vendedor, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa;
- o número de acções que, não tendo registado qualquer transacção, ficaram sem posição de comprador nem posição de vendedor, e a respectiva percentagem do total de acções cotadas em bolsa.

No gráfico da figura 20 podemos distinguir claramente, com base nas curvas de "só vendedor", "só comprador" e "ambos", quatro diferentes períodos.

No primeiro, que decorre entre a primeira sessão de Setembro e a sessão do dia 6 de Outubro, encontramos um andamento das referidas curvas que é característico dos períodos de forte pressão da procura. De facto durante todo este período a curva "só comprador" corre sempre acima da curva "só vendedor", de tal forma que o número de acções que ficaram com posição de comprador é, em média, mais do dobro do número de acções que ficaram com posição de vendedor. Repare-se ainda, através da curva "ambos" do gráfico da figura 22, como as transacções se encontravam bloqueadas ao longo deste período. Este bloqueio ficava-se a dever à inexistência de ordens de venda em quantidade suficiente para ultrapassar a barreira dos 20% de ordens de compra satisfeitas, à cotação máxima possível, conforme era imposto pela regra dos 20% (ver Anexo A e Anexo C).

Esta ausência de ordens de venda era, em parte, motivada pelo complicado sistema de liquidação das operações (ver Anexo A). Esta dificuldade na liquidação das operações, devida à ausência de imobilização das acções, obrigava à entrega das acções nos corretores ou instituições de crédito, previamente ou no acto da venda. Face ao volume de transacções que entretanto se verificava, este sistema começou a não conseguir responder às necessidades, verificando-se situações de atraso na entrega das acções aos compradores. Estes mesmo que os pretendessem vender não o podiam fazer.

O segundo período, que se inicia com o primeiro dia de baixa das cotações desde o final de Julho (7 de Outubro) e termina com a primeira sessão após o "crash" (20 de Outubro), é elucidativo acerca da rapidez de resposta dos agentes face às mudanças do

mercado. Com efeito, enquanto as cotações estagnavam, após terem tido o seu máximo de sempre no dia 6 de Outubro, o número de acções com posição de vendedor crescia rapidamente até ser igual ao número de acções com posição de comprador. O último dia deste período, dia 15 de Outubro, coincidiu com a última sessão antes do "crash".

Durante este segundo período, mais propriamente no dia 13 de Outubro, deu-se a eliminação da célebre regra dos 20%. Logo nessa sessão registou-se um aumento notável do número de acções em que se efectuaram transacções (de 66% para 89%), que foi acompanhado por um aumento do número e valor das acções transaccionadas. Portanto, se dúvidas houvesse de que a regra dos 20% limitava a liquidez do mercado, ficava provado que tal era verdade. Se esta regra tivesse sido eliminada há mais tempo, talvez se não tivessem verificado condições tão favoráveis ao aparecimento de especulação (e bolha especulativa), e como tal as cotações não tivessem chegado aos níveis a que chegaram.

O terceiro período inicia-se com a primeira sessão após o "crash", ou seja no dia 20 de Outubro e termina com a última sessão antes da eliminação da regra de limitação da variação máxima por sessão de 5% (11 de Novembro).

Neste período, o desequilíbrio regressa ao mercado mas, desta vez, na situação inversa e com maior gravidade que no primeiro período, isto é, assiste-se a uma forte pressão da oferta que se traduz por uma percentagem de acções com "só vendedor" que é mais do que três vezes superior à percentagem de acções com "só comprador".

Como se pode verificar no gráfico da figura 20, a percentagem de acções que encerraram a sessão com posições de comprador e vendedor (curva "ambos") é praticamente nula, ao longo de todas as sessões deste período.

A explicação para o andamento destas três curvas ao longo deste período fica-se a dever ao facto de se ter instalado um clima de falta de confiança nos investidores que se traduziu pelo desejo praticamente geral de liquidação das carteiras, com fuga para as acções que aparentemente poderiam dar mais segurança. Nas duas primeiras sessões deste período, esta tendência ainda foi dissimulada pela satisfação das ordens de compra dos pequenos investidores. Estes investidores, não tendo muita consciência da ligação entre os mercados, viram finalmente satisfeito, a partir do início do segundo período aqui definido, o desejo de adquirir determinadas acções. A dificuldade sentida, até então, pelos pequenos investidores, no acesso à compra dessas acções, era consequência da reduzida liquidez das acções em geral, pelas razões já apontadas acima, associada ao complicado sistema de compra e venda através dos bancos, nos quais as prioridades obedeciam a critérios próprios.

Na terceira sessão deste período, após duas sessões em que o mercado caiu praticamente ao máximo permitido, houve como que uma tomada de consciência generalizada da mudança de condições. Então emergiu claramente a nova realidade do mercado, com uma percentagem de acções que deixavam posição de vendedor praticamente igual à percentagem de acções com transacção, deixando transparecer que a desvalorização máxima diária permitida de 5%

era considerada insuficiente pelo mercado, ficando a grande maioria das acções transaccionadas ainda com posição de vendedor por ausência de comprador ao preço mínimo possível. Deste facto, é também prova a complementaridade das curvas "só vendedor" e "só comprador", ou seja, a ausência já referida, de acções com posições de vendedor e comprador (curva "ambos"). Estando tanto o comprador como o vendedor, quando existiam, no limite inferior da cotação possível para a sessão, havia encontro de vontades, não ficando acções com as duas posições em simultâneo.

Recorrendo agora ao gráfico da figura 22 podemos verificar que, a par de um perfil praticamente constante da curva "só comp" ao longo dos quatro períodos, verifica-se neste terceiro período, um crescimento da percentagem de acções com posição de vendedor e sem transacções (curva "só vendedor"). Repare-se ainda que o andamento da curva "só vendedor" é praticamente o mesmo da curva "não efectuado", deixando transparecer que o andamento desta última era condicionado pela primeira. Por outras palavras, as acções em que não se efectuavam transacções eram, a menos de uma constante, aqueles que, estando à venda, ninguém queria comprar.

A consequência real do clima de falta de confiança descrito foi a queda abrupta do volume e valor das transacções, vindo-se a situar abaixo dos valores registados durante o primeiro período em que as transacções eram frequentemente bloqueadas devido à regra dos 20%.

Durante este terceiro período, que terminou no dia 10 de Novembro, registaram-se três factos relevantes.

O primeiro foi a entrada dos fundos de investimentos no dia 23 de Outubro, após quatro sessões de quebra, na esperança de que já se tivesse dado a correcção dos preços à nova realidade. Esta entrada de investidores institucionais não teve qualquer consequência digna de nota no comportamento dos agentes em geral, como se pode verificar nos gráficos das figuras 20 e 22.

O segundo foi a suspensão dos resgates desses mesmos fundos no dia 5 de Novembro (sete sessões após terem reforçado as suas carteiras de acções). Este facto, que abalou ainda mais a já débil confiança dos investidores, teve como consequência um aumento das intenções de venda como se pode verificar pelo pico atingido pela curva "só vendedor" no gráfico da figura 20.

O terceiro e último foi o anúncio, no dia 6 de Novembro, do fim da regra dos 5% na sessão do seguinte dia 12, com as cotações a variarem livremente em cada sessão a partir daí. A repercussão desta notícia no mercado foi reduzir, em mais de dez pontos percentuais em relação ao dia anterior, a percentagem de acções com transacção, como se pode verificar pela curva "efectuado" do gráfico da figura 20. Esta redução do número de acções sem transacção correspondeu ao aumento do número de acções com vendedor e sem transacção como se pode ver através do gráfico da figura 22.

O quarto período inicia-se com a sessão do dia 11 de Novembro, véspera da liberalização da taxa de variação diária das cotações e dia em que foi permitido, para adaptação, a variação até a um limite máximo de 20% em cada acção.

Este quarto período é caracterizado pela adaptação do mercado a esta nova regra de funcionamento que se traduz pelo aumento da percentagem de acções a deixarem posições de compra e venda simultâneamente no final da sessão e pela diminuição da percentagem de acções deixando posição de vendedor no final da sessão. Desta forma verifica-se, no gráfico da figura 20, uma queda abrupta da curva "só vendedor" e uma subida acentuada na curva "ambos", que passa a apresentar valores praticamente idênticos aos da curva de acções transaccionadas (curva "efectuado").

Porque esta última não sofre qualquer alteração digna de registo pode-se concluir que, enquanto no terceiro período a maioria das acções transaccionadas deixavam ainda posições de vendedor, no quarto período a grande maioria das acções transaccionadas deixavam posições de comprador e vendedor não compatibilizáveis. De facto, verificavam-se posições de comprador e vendedor muito distantes, por vezes mesmo completamente descabidas, suscitando o comentário de que o mercado não estava habituado a funcionar sem pontos de referência tais como os que eram proporcionados pelos limites de variação máxima das cotações.

Repare-se no entanto que esta elevada percentagem de acções deixando posições de vendedor e comprador no final da sessão, que era o dobro das percentagens verificadas no primeiro período, não teve consequências em termos de bloqueio das transacções. Essa conclusão pode ser tirada pela constância da curva "efectuado" deste gráfico e ainda com base na curva "ambos" do gráfico da figura 22, cujo ligeiro aumento é mais que compensado pelo decréscimo da curva "só vendedor". Repare-se que, neste gráfico, a curva "ambos" no quarto período assume valores que são, grosso

modo, metade dos verificados ao longo do primeiro período. Esta diferença tem a ver com o facto de, no primeiro período, as transacções terem bloqueado, não pela impossibilidade de comprador e vendedor chegarem a acordo mas pela limitação da regra dos 20% então existente.

Na segunda sessão deste período, dia 12 de Novembro, em que se deu a total liberalização das variações das cotações, o mercado encerrou em alta pela primeira vez desde o crash de 19 de Outubro. Esta interrupção na queda das cotações não se ficou a dever a esta alteração das regras do mercado mas à segunda entrada dos investidores institucionais, desta vez protagonizada pelos bancos e companhias de seguros (ver Anexo C). Quando estes institucionais, passadas sete sessões, entenderam realizar as mais-valias, o mercado reiniciou a sua queda.

Pode-se mesmo afirmar que esta experiência do mercado português não veio mais do que confirmar que as limitações na variações das cotações por sessão em nada contribuem para a baixa ou alta de um dado mercado, condicionando apenas a velocidade com que os ajustes às novas realidades fundamentais se dão.

3.4.4. APLICAÇÃO DE UM MODELO DE VALORIZAÇÃO

3.4.4.1. APRESENTAÇÃO DO MODELO

Importa agora considerar a hipótese de todos os acontecimentos se terem desenrolado perante um comportamento consciente e racional dos agentes.

Se os mercados financeiros forem eficientes em informação, o preço a que uma acção é transaccionada deve coincidir com o valor actual dos dividendos esperados, calculados de acordo com a fórmula geral de actualização de "cash-flows" futuros: Os agentes avaliam a taxa de rendimento do seu investimento numa dada empresa, ao longo do ano, através da expressão:

$$P_o = VA = \sum_{i=1, n} [DIV_i / (1+k_i)^i]$$

em que DIV_i são os dividendos esperados por acção no período i , k_i é a taxa média de desconto a utilizar para um "cash-flow" no período i , P_o é a cotação actual da acção e VA é o valor actual dos "cash-flows" futuros.

Partindo desta expressão geral pode-se obter, assumindo que a taxa de crescimento dos dividendos (g) é constante e inferior a k , o custo médio (constante) do capital, a expressão do conhecido modelo de Gordon (ver Anexo D), após alguma manipulação algébrica:

$$P_o = DIV_1 / (k-g)$$

Uma outra perspectiva de análise permite obter (ver Anexo D), a partir da mesma expressão geral, a seguinte expressão:

$$P_o = (EPS_1/k) + VAOCF$$

Nesta expressão a primeira parcela representa o valor de cotação, que as acções teriam numa política de não reinvestimento dos resultados. A segunda, será o valor actual líquido das oportunidades da empresa proporcionadas pelo reinvestimento de parte do "cash flow" gerado internamente (Valor Actual Líquido das Oportunidades de Crescimento Futuras).

3.4.4.2. APRESENTAÇÃO DA METODOLOGIA UTILIZADA

A utilização do modelo de Gordon para aferir da razoabilidade de determinada cotação, ou, inversamente, para determinar a taxa de capitalização do mercado, depara com alguns problemas. O primeiro é, desde logo, a aproximação mais ou menos grosseira, ao assumir-se um crescimento constante. O segundo problema reside na dificuldade de estimar essa taxa de crescimento constante, e no facto de que, qualquer erro na sua estimativa, conduzirá inevitavelmente a resultados diferentes. Uma forma habitual de tentar minimizar este tipo de problemas é considerar, não apenas uma acção isoladamente mas antes uma amostra de acções. Os erros de aproximação descritos podem ser reduzidos se se cancelarem mutuamente.

A metodologia desenvolvida por Brigham e Shome [21], para a determinação da taxa de capitalização e prémio de risco do mercado, utiliza esta técnica na aplicação do modelo de Gordon aos dados reais do mercado, para anos anteriores àquele para o qual se pretende estimar as referidas variáveis.

A aplicação desta metodologia à realidade do mercado português, teve que ter em consideração que este mercado, em virtude da sua juventude, não possui dados históricos, com a qualidade dos do mercado de Nova York. Esta realidade implicou que se tivessem apenas utilizado, no presente estudo, os dados referentes ao ano de 1986, em vez dos anteriores quatro ou cinco anos, consoante o método utilizado por aqueles autores.

A não existência de um índice abarcando apenas as maiores e mais estáveis empresas do mercado, como o S&P500 Industrial Index, implicou que se tivessem utilizado as cotações de todas as empresas cotadas no mercado no final de 1986, que distribuíram dividendos nesse ano. No final de 1986, aproximadamente 25% das empresas cotadas tinham sido admitidas na bolsa nesse mesmo ano. As empresas admitidas à cotação em 1986 não foram eliminadas da escolha, na medida em que se admite que apenas foram aceites na bolsa aquelas empresas cujos dados económico-financeiros mereciam alguma credibilidade para essa aceitação.

Dados estes constrangimentos, o "portfolio" de mercado considerado é o que se apresenta na figura 23 que, como se pode verificar, representava, na altura, 54% do total da capitalização bolsista do mercado oficial.

Para cada acção, obtiveram-se:

- numero de acções vivas no final de 1986;
- última cotação de 1986;
- dividendos de 1986;
- resultados Líquidos em 1986;

O MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS E A CRISE DE 1987

- amortizações em 1986;
- provisões de 1986.

PORTFOLIO DE MERCADO SELECCIONADO

| NUMERO DO TITULO | NOME DA EMPRESA | NUMERO DE ACCOES | ULT. COTACAO DO ANO | CAPITALIZACAO BOLSISTA | %CAPITALI. MERCADO | DIVIDENDOS | RESULTADOS LIQUIDOS | CAPITAIS PROPRIOS | ROE |
|---------------------------------|--------------------|---------------------|------------------------|---------------------------|-----------------------|------------|------------------------|----------------------|--------|
| ANO de 1986 | | | | | | | | | |
| unidades: (Milbares de escudos) | | | | | | | | | |
| 12172000101 | MARCONI-PO | 7 179 321 | 6.426 | 46 134 317 | 24.85% | 482 450 | 5 237 522 | 21 331 789 | 24.55% |
| 12131000901 | TRIUNFO | 18 000 000 | 1.596 | 28 728 000 | 15.48% | 27 000 | 370 537 | 2 937 508 | 12.61% |
| 12135000701 | FISIPE | 1 858 937 | 2.575 | 4 786 763 | 2.58% | 407 107 | 1 405 640 | 4 912 658 | 28.61% |
| 12138000201 | EFACEC | 1 500 000 | 2.860 | 4 290 000 | 2.31% | 262 356 | 949 240 | 5 225 531 | 18.17% |
| 12183004201 | LUSOTUR | 1 446 606 | 2.909 | 4 208 177 | 2.27% | 77 277 | 328 418 | 3 933 039 | 8.35% |
| 12135000901 | FOSFOREIRA | 300 000 | 6.200 | 1 860 000 | 1.00% | 12 000 | 86 833 | 308 189 | 28.18% |
| 12194000201 | EST.SOL/PO | 1 430 800 | 1.212 | 1 734 130 | 0.93% | 67 052 | 720 792 | 4 476 742 | 16.10% |
| 12111000101 | FINAGRA | 675 000 | 2.306 | 1 556 550 | 0.84% | 5 990 | 56 591 | 1 093 293 | 5.18% |
| 12136001801 | CRISAL | 675 000 | 2.193 | 1 480 275 | 0.80% | 55 125 | 429 327 | 1 514 874 | 28.34% |
| 12171006501 | OREY ANTUM | 330 000 | 2.921 | 963 930 | 0.52% | 13 200 | 30 613 | 523 913 | 5.84% |
| 12183000201 | SONAGI | 500 000 | 1.900 | 950 000 | 0.51% | 18 352 | 49 446 | 690 943 | 7.16% |
| 12181000701 | BPI-PO | 375 000 | 1.921 | 720 375 | 0.39% | 19 245 | 3 163 | 3 917 | 80.75% |
| 12150006701 | A.GAUDENCI | 300 000 | 2.276 | 682 800 | 0.37% | 29 892 | 169 160 | 1 559 425 | 10.85% |
| 12163000801 | ORBITUR | 244 000 | 2.750 | 671 000 | 0.36% | 30 500 | 108 879 | 657 198 | 16.57% |
| 12132000101 | T. NOVAS | 360 000 | 1.734 | 624 240 | 0.34% | 18 000 | 139 288 | 806 407 | 17.27% |
| 12132000501 | SOTAVE | 190 000 | 1.842 | 349 980 | 0.19% | 15 000 | 100 239 | 417 771 | 23.99% |
| 12183000101 | COTAPO | 400 000 | 0.735 | 294 000 | 0.16% | 3 600 | 6 567 | 284 158 | 2.31% |
| 12131000501 | SICEL | 90 000 | 2.700 | 243 000 | 0.13% | 8 975 | 43 009 | 214 417 | 20.06% |
| 12134000101 | CAIMA | 100 000 | 2.166 | 216 600 | 0.12% | 157 000 | 1 440 930 | 4 768 893 | 30.22% |
| 22135000801 | C.P.HIGIE. | 91 000 | 0.708 | 64 428 | 0.03% | 5 100 | 37 157 | 122 525 | 30.33% |
| 22132000601 | FEPSA | 32 000 | 1.410 | 45 120 | 0.02% | 6 400 | 13 761 | 100 296 | 13.72% |
| TOTAL | | | | 100 603 684 | 54.20% | | | | |

Figura 23

Com estes elementos determinou-se, primeiramente, a capitalização bolsista de cada acção (CAP_1) e do mercado ($TOTCAP_M$), calculando-se, em seguida, a percentagem de capitalização de cada acção em relação ao mercado e em relação ao total do "portfolio" seleccionado ($\%CAP_1$).

Depois calculou-se o "Plow-back" do mercado através da expressão:

$$B_{MS6} = 1 - (DIV_{MS6}/RL_{MS6})$$

em que DIV_M é o somatório dos dividendos das acções do portfolio considerado e o RES_M é o somatório dos resultados líquidos acrescidos de amortizações e variação das provisões para todos as acções do portfolio considerado.

Em seguida é determinado o ROE_M do mercado através da expressão:

$$ROE_{MS6} = \text{SUM} [ROE_i * \%CAP_i]$$

em que ROE_i é o ROE de cada uma das empresas do portfolio considerado e $\%CAP_i$ é a respectiva percentagem de capitalização bolista em relação ao total do "portfolio" seleccionado.

Admitindo então que os agentes económicos, na ausência de outros dados, assumiram que os valores de B_M e do ROE_M de 1986 eram uma boa estimativa para respectivamente, o "plow-back" e o "ROE" do mercado em 1987, determina-se o crescimento do mercado esperado pelos agentes no final de 1986 para o ano de 1987, através da expressão:

$$G_{MS7} = B_{MS6} * ROE_{MS6}$$

Em seguida determina-se a estimativa dos agentes para os dividendos e Resultados Líquidos em 1987 do portfolio de mercado definido, através das expressões:

$$DIV_{M87} = DIV_{M86} * (1+G_{M87})$$

$$RL_{M87} = RL_{M86} * (1+G_{M87})$$

em que DIV_{M86} e o RL_{M86} são respectivamente os dividendos e os resultados líquidos consolidados do portfolio de mercado seleccionado em 1986.

3.4.4.3. EVOLUÇÃO DO PRÉMIO DE RISCO

Como se depreende da fórmula do crescimento constante, conhecido o dividendo esperado D , a taxa de crescimento G , variações no preço são determinadas por alterações do custo de capital, eventualmente provocadas por modificações do prémio de risco que os investidores incluem na taxa de rentabilidade exigida para os seus investimentos.

Para se verificar a evolução do prémio de risco, determinou-se a taxa de capitalização do mercado (taxa de rentabilidade esperada do mercado) no final de cada mês, do período compreendido entre Dezembro de 1986 e Dezembro de 1987, através da expressão:

$$K_{Mm} = (DIV_{M87}/TOTCAP_{Mm}) + G_{M87}$$

em que DIV_{M87} são os dividendos estimados para o portfolio de acções seleccionado em 1987, G_{M87} é a taxa de crescimento do mercado estimada para 1987 e $TOTCAP_{Mm}$ é o total de capitalização bolsista do portfolio de acções seleccionado no final do mês "m".

Os valores assim obtidos encontram-se na tabela da figura 24. Tendo em vista facilitar a sua visualização, os referidos valores do custo de capital, K, foram colocados em gráfico (figura 25).

DADOS ESTIMADOS PARA 1987

| | |
|-------------------------|-------------|
| FLOW BACK (BM) | 85.32% |
| ROEM | 19.87% |
| CRESC. MERCADO (GM) | 16.95% |
| DIVIDENDOS (escudos) | 2013455450 |
| RES. LIQUIDOS (escudos) | 13714991612 |

| MES | KM | DYM | PERM | VAOCF |
|----------|--------|-------|------|--------|
| 19861231 | 18.95% | 1.71% | 9 | 38.50% |
| 19870131 | 18.83% | 1.88% | 8 | 32.13% |
| 19870231 | 18.66% | 1.71% | 9 | 37.63% |
| 19870331 | 18.36% | 1.41% | 10 | 47.74% |
| 19870431 | 18.13% | 1.18% | 12 | 55.84% |
| 19870531 | 17.88% | 0.93% | 16 | 64.60% |
| 19870631 | 18.00% | 1.05% | 14 | 60.31% |
| 19870731 | 17.84% | 0.89% | 17 | 66.20% |
| 19870831 | 17.58% | 0.63% | 23 | 75.74% |
| 19870931 | 17.26% | 0.31% | 48 | 87.95% |
| 19871031 | 17.40% | 0.45% | 33 | 82.55% |
| 19871131 | 17.70% | 0.75% | 20 | 71.22% |
| 19871231 | 17.95% | 1.00% | 15 | 61.99% |

Figura 24

Assim, admitindo a validade do modelo de valorização e da metodologia apresentada, ao analisarmos o gráfico da figura 25, com a evolução dos valores obtidos para a taxa de rentabilidade esperada do mercado, verificamos que esta taxa decresce em oito dos primeiros nove meses, apenas iniciando a sua recuperação em Outubro, ou seja, após o crash. O único mês dos primeiros nove,

em que a referida taxa não caiu, foi no mês de Junho em que as expectativas das eleições fizeram os agentes rezear pela continuidade da alta no mercado.

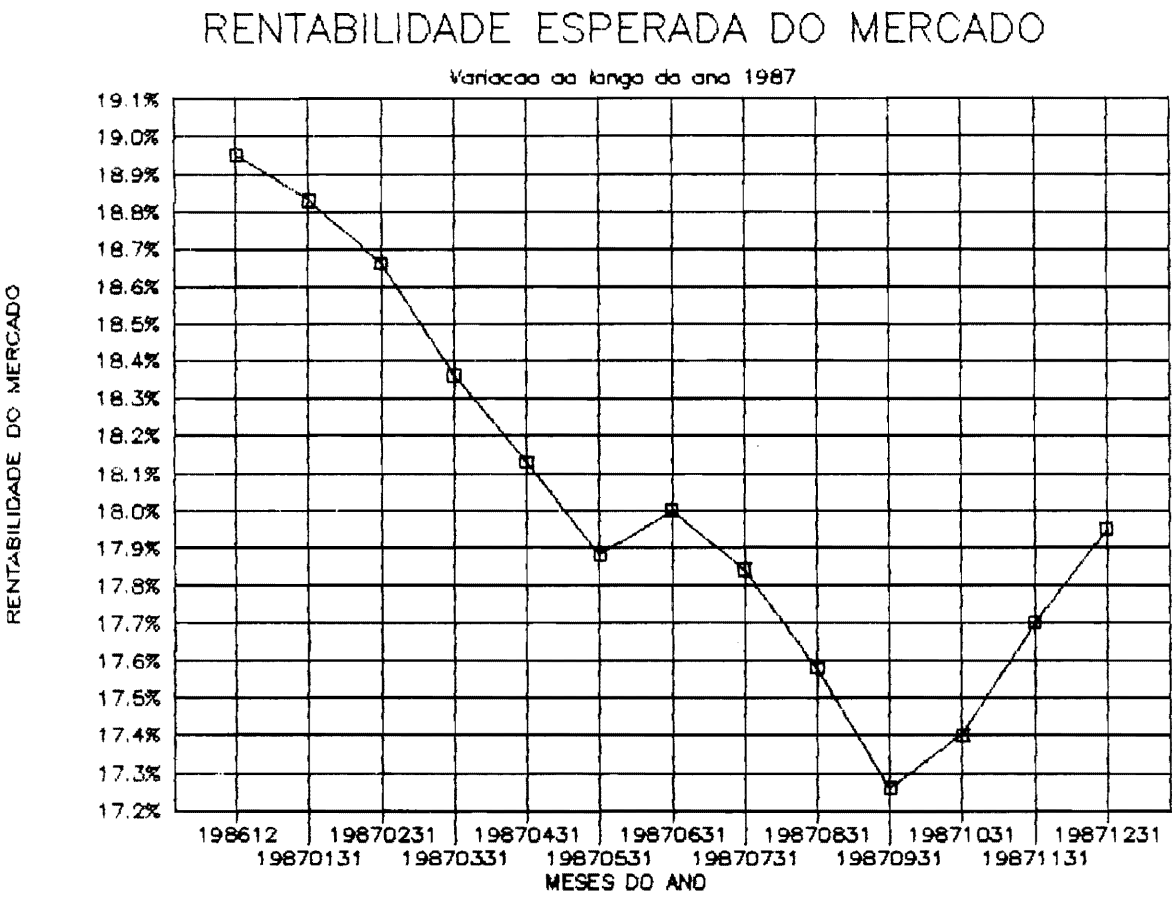


Figura 25

Portanto, o prémio de risco dos investidores teria, na prática, sempre decrescido, até atingir o seu limite inferior em Setembro de 1987, em que a taxa de rentabilidade esperada era de 17.26%. Esta taxa de rentabilidade, que era apenas 0.1 pontos percentuais superior à taxa de rentabilidade possível de obter com a compra

de títulos da dívida pública no mercado das obrigações, dá conta de quanto os agentes teriam menosprezado o risco do mercado das acções na subida vertiginosa verificada ao longo dos primeiros nove meses de 1987, caso o modelo de valorização utilizado seja válido.

Por outras palavras, os agentes tinham tanta confiança na subida do mercado, que atribuíam praticamente o mesmo risco à colocação de capitais no mercado das acções do que em papéis da dívida pública do mercado das obrigações. Daí que o prémio de risco tenha caído de 1.8% no início do ano, que já de si é um valor que se pode considerar baixo, para apenas 0.1% no final de Setembro.

3.4.4.4. EVOLUÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE CRESCIMENTO DAS EMPRESAS

O modelo anterior pode ser utilizado de outra forma. Podemos admitir níveis diferentes de custo de capital e, para um dado nível de dividendos esperados, estimar o valor actual líquido do crescimento futuro implícito nas cotações.

Para se verificar a evolução das expectativas de crescimento das empresas, determinou-se o valor actual líquido das oportunidades de crescimento futuras do "portfolio" seleccionado, em percentagem do total do valor das acções do portfolio (capitalização bolsista), no final de cada mês do período compreendido entre Dezembro de 1986 e Dezembro de 1987, através da expressão:

$$VAOCF_{Mm} = (TOTCAP_{Mm} - (RL_{M87}/K_{Mm}))/TOTCAP_{Mm}$$

Nesta expressão, RL_{MB7} são os resultados líquidos estimados para o portfolio de acções seleccionado, K_{mm} é a taxa de capitalização do mercado no final do mês "m", determinada na secção anterior, e $TOTCAP_{mm}$ é o total de capitalização bolsista do portfolio de acções seleccionado, no final do mesmo mês.

Os valores assim obtidos, encontram-se na tabela da figura 24, tendo, também, sido colocados no gráfico da figura 26 para facilitar a sua visualização.

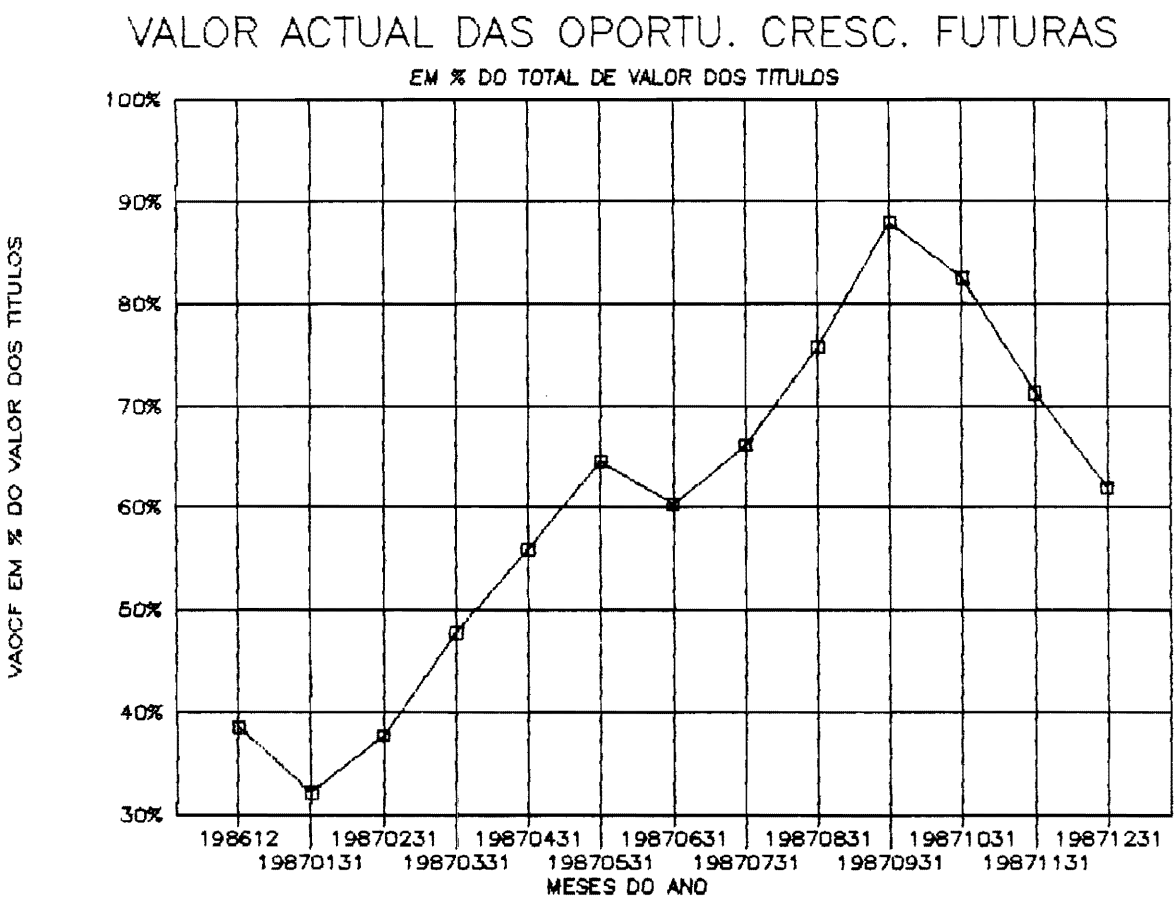


Figura 26

Analisando este gráfico com a evolução do VAOCF, verificamos que as expectativas dos investidores quanto às oportunidades de crescimento das empresas, cresceram sempre ao longo dos primeiros nove meses, com a única excepção do mês de Junho pelas razões já apontadas na secção anterior. Portanto uma análise semelhante, apesar da perspectiva diferente, com a efectuada na secção anterior, sobre o custo de capital.

Apesar de não existirem valores considerados padrões para a variação do VAOCF, importa reflectir no significado dos valores obtidos.

Verifique-se, por exemplo, o significado do valor obtido no mês de Fevereiro, em que o VAOCF do "portfolio" seleccionado representava 37.6% do total do valor das acções do "portfolio". Isto significa que 37.6% da cotação das acções do "portfolio", não tinha fundamento na "performance" coterminânea das empresas, mas antes na perspectiva que os agentes económicos tinham do valor a atribuir às possibilidades de crescimento futuro dessas mesmas empresas.

Os restantes 62.4%, portanto a maior parte da cotações das acções, poderia corresponder ao valor das acções decorrente dos resultados expectáveis, com base na "performance" recente.

Se se aplicar o mesmo raciocínio para o valor do indicador no mês de Setembro, verificamos que 88% do valor das cotações das acções do "portfolio" seria baseada na perspectiva que o mercado tinha para a valorização das possibilidades de crescimento económico das empresas. Mesmo que não seja legítimo afirmar se este valor é

elevado ou reduzido, uma coisa podemos dizer: uma cotação com esta fundamentação está, na prática, totalmente dependente do clima de confiança do mercado, sendo natural que sofra erosão significativa quando, por qualquer motivo, essa confiança for abalada.

3.4.4.5. EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE MERCADO PER E DIVIDEND-YIELD

Nas várias descrições existentes sobre a crise, são frequentemente mencionados os valores registados por dois indicadores de mercado, o "Dividend Yield" (DY) e o "Price Earnings Ratio" (PER).

O primeiro é o quociente entre os dividendos e a cotação no mercado, enquanto que o segundo é o quociente entre a cotação no mercado e os resultados líquidos.

Tendo em vista estudar a evolução destes dois indicadores ao longo do ano de 1987, determinaram-se os seus valores para o "portfolio" seleccionado, no final de cada mês, do período compreendido entre Dezembro de 1986 e Dezembro de 1987, através das expressões:

$$DY_{mm} = DIV_{MS7} / TOTCAP_{mm}$$

$$PER_{mm} = TOTCAP_{mm} / RL_{MS7}$$

em que DIV_{M87} são os dividendos estimados para o "portfolio" de acções seleccionado em 1987, RL_{M87} são os resultados líquidos estimados para 1987 e $TOTCAP_{mm}$ é o total de capitalização bolsista do "portfolio" de acções seleccionado no final do mês "m".

Os valores obtidos encontram-se na tabela da figura 24 estando também representados nos gráficos das figuras 27 e 28.

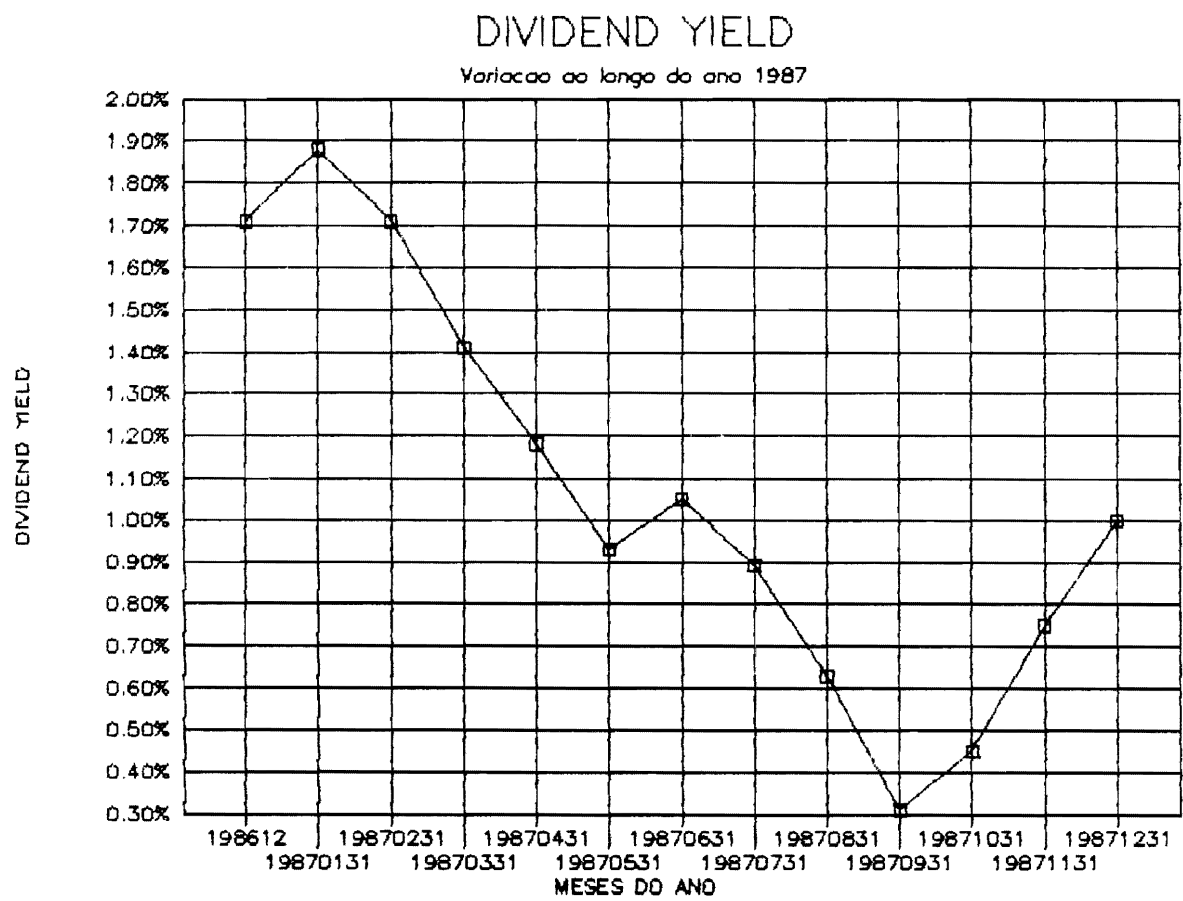


Figura 27

Analisando o gráfico da figura 27 correspondente à evolução do "Dividend Yield", verificamos que este rácio assume, para o mercado português, valores bastante baixos, quando comparados com os verificados em outros mercados, como por exemplo o de Nova York. Com efeito, enquanto que em Nova York, segundo Fama [3], o "Dividend Yield" para o índice S&P 500 atingiu o limite mínimo em Setembro, com o valor de 2.78%, o correspondente mínimo em Lisboa foi de 0.31%.

Os baixos valores registados por este indicador, para o mercado português, tanto se podem ficar a dever à existência de uma política de dividendos baixos no mercado português como à existência de cotações comparativamente mais elevadas em Lisboa, do que em Nova York.

A existência de dividendos baixos no mercado português, quando comparado com o mercado americano, é uma realidade, consequência de vários factores que se conjugam no nosso mercado:

- significativo número de empresas do tipo familiar;
- sistema fiscal adverso à distribuição de dividendos;
- grande crescimento da economia portuguesa durante 86 e 87.

O primeiro dos factores, conduz à existência de dividendos baixos, pois que em empresas deste tipo, a necessidade de distribuição de dividendos não é sentida, encontrando os donos alternativas de remunerar a sua posição accionista. Estas empresas apesar de estarem cotadas na bolsa, e, como tal, terem o capital difundido por vários accionistas, continuavam a estar sob o controlo dos anteriores donos, uma vez que apenas tinham aberto

o capital ao público numa pequena percentagem, normalmente o mínimo para terem acesso aos incentivos fiscais entretanto criados.

O segundo dos factores conduz à existência de uma política de baixos dividendos, uma vez que os dividendos, no nosso país, são sujeitos a dupla tributação, a primeira ao nível da empresa e a segunda ao nível do investidor.

Por último, o terceiro dos factores conduz à existência de baixos dividendos, visto que o crescimento da economia implica a necessidade de investimentos nas empresas. Estes investimentos seriam feitos, preferencialmente, através do reinvestimento dos fundos gerados internamente, incentivado ainda mais pelo elevado juro real praticado na banca comercial. Desta forma, havia uma reduzida apetência para a distribuição de dividendos.

A existência de cotações comparativamente mais elevadas em Lisboa, do que em Nova York, parece no entanto também ter sido uma realidade. Com efeito se fizermos a aproximação de considerar o valor verificado em Janeiro, para o rácio "Dividend Yield" do "portfolio" seleccionado, como um valor padrão, ou seja, o equivalente à média dos anteriores trinta anos do "Dividend Yield" do índice S&P 500 da bolsa de Nova York, a diferença entre o valor mais baixo verificado e o valor padrão é superior no mercado português. De facto, para o índice S&P 500, o "Dividend Yield" padrão era então 3.8%, tendo descido um ponto percentual (26% de variação) no mês de maior optimismo do mercado, enquanto que para o "portfolio" seleccionado do mercado português, o valor padrão seria 1.9%, tendo descido 1.6 pontos percentuais (variação de

84%) no mês de Setembro. Esta é uma evidência de que, apesar da existência de uma política de reduzidos dividendos, os baixos valores do rácio em análise, no mercado português, também se ficavam a dever à existência de cotações comparativamente muito elevadas.

A subida verificada no rácio de Dezembro de 1986 para Janeiro de 1987, é artificial e deve-se ao processo de cálculo utilizado. De facto o rácio "Dividend Yield" foi calculado para Dezembro de 1986 com os dividendos reais de 1986 e o rácio de Janeiro foi calculado com base na estimativa dos dividendos para 1987. Daí a subida exibida no gráfico apesar das cotações terem aumentado de um mês para o outro.

Analisando agora o gráfico da figura 28 correspondente à evolução do PER, verificamos que este rácio cresceu sempre ao longo dos primeiros nove meses com a única excepção do mês de Junho pelas razões já apontadas aquando da análise da taxa de rendimento esperada do mercado.

Neste gráfico a primeira atenção vai, sem dúvida, para o nível que o rácio atingiu na segunda metade do ano para o "portfolio" seleccionado. Tendo em atenção que nas bolsas mais maduras (com a única excepção da bolsa de Tóquio ao longo do período em análise), um PER é considerado normal quando o seu valor varia entre o limite inferior de 10 e o limite superior de 20 (ver [25]), apercebemo-nos bem do desajuste dos preços atingidos no pico de euforia do mercado, no final de Setembro.



Figura 28

Como se pode ver no gráfico, o valor do rácio em Dezembro de 1986 e nos primeiros dois meses de 1987 esteve ligeiramente abaixo do limite mínimo acima referido. De Março a Julho inclusivé, o valor do PER pode ser considerado normal, variando o seu valor entre os 10 em Março e o valor moderadamente optimista de 17, em Julho. A partir do final de Julho, como já foi referido aquando da análise do comportamento do índice BTA, dá-se o crescimento descontrolado das cotações e o PER vem a atingir o valor anormal de 48 no final

de Setembro. O valor do PER no final de Outubro, apesar de ainda muito elevado (33) já reflecte, quando comparado com o valor de Setembro, as duas semanas em baixa após o crash de Outubro com as cotações a caírem praticamente ao máximo permitido de 5%.

No final de Dezembro o valor do PER tinha já atingido valores considerados normais, fazendo crer, à luz deste indicador, que a correcção das cotações já estaria completada. No entanto, como também já foi verificado anteriormente, o mercado só inflectiu a tendência de baixa em meados do ano de 1988, o que pode ser explicado pela crise de confiança que entretanto se instalou entre os agentes em geral.



4. CONCLUSÕES

4.1. A REALIDADE E A SUA INTERPRETAÇÃO

Como se verificou, a crise dos mercados de capitais a nível mundial saldou-se, no caso português, por uma queda das cotações superior a 50%. A reacção do mercado português à queda do mercado global foi imediata, ao contrário do que se chegou a afirmar, e teve a particularidade de ter sido mais gravosa que a de qualquer outro mercado.

Os vários trabalhos, entretanto elaborados, sobre a queda dos mercados a nível mundial, consideram poder ter existido três hipóteses de comportamentos dos mercados, que conduziram à dimensão da queda verificada. Recordando essas três hipóteses são:

- reacção excessiva;
- rebentar de "bolha especulativa";
- ajuste de expectativas.

A primeira hipótese parece não ser aplicável ao caso português, porquanto durante a queda não houve, em altura alguma, uma recuperação sustentada das cotações a corrigir uma eventual reacção excessiva. Pelo contrário, a queda das cotações iniciada em Outubro de 1987 durou até Julho do ano seguinte.

Para qualquer das duas restantes hipóteses, a grande queda iniciada em Outubro teria que ter sido precedida de uma grande subida, mais ou menos prolongada no tempo. Foi uma realidade particularmente evidente no caso português onde esta subida foi mais brusca do que em qualquer dos outros mercados.

A grande subida que antecedeu o "crash" pode ter sido o resultado da "bola de neve" que se cria em situações especulativas em que, quanto mais as cotações aumentam, maior é o número de investidores que são atraídos para o mercado e, quanto maior é o número de investidores, maior é a pressão no sentido do crescimento das cotações. Se esta atracção do investidor pela bolsa era racional no sentido de que, apesar de tomar consciência do "exagero" das cotações, tentava comprar na esperança de vender ainda mais caro, realizando mais valias, ou se, pelo contrário, era o resultado do total desconhecimento dos valores razoáveis para as cotações, nunca se conseguirá apurar. Provavelmente, no caso de se terem verificado comportamentos especulativos, terão existido investidores que agiram conscientemente e outros que terão agido ingenuamente.

Se a grande subida das cotações resultou de comportamentos especulativos, a queda subsequente seria o resultado da paragem de afluência de novos investidores, perdida a esperança das mais valias realizadas com a compra e venda. Esta paragem da afluência de novos investidores, que pode ter sido o reflexo de quaisquer notícias, eventualmente as notícias vindas do exterior, conjugadas com o início da liquidação de posição de investidores

porventura mais informados, teria provocado o início da queda das cotações. Tal como na subida, ter-se-á assistido a um comportamento em "bola de neve" durante a queda.

A grande subida pode também ter sido a reacção dos investidores às condições da economia, extremamente favoráveis. Estas condições favoráveis, como se viu no capítulo 3, poderiam levar a que fossem tomadas em consideração, nas cotações dos títulos, elevadas valorizações das oportunidades de crescimento futuro das empresas, sobretudo a partir das eleições legislativas de Julho, ou, em alternativa, a uma invulgar aptência pelo risco no investimento no mercado das acções. Neste caso, a subida das cotações, teria correspondido, apenas, a um ajuste racional das cotações, face a expectativas mais optimistas para a evolução futura da economia.

Se a grande subida das cotações correspondeu a um ajuste racional às perspectivas optimistas sobre a evolução da economia, a queda das cotações teria sido o resultado natural do ruir dessas expectativas, após as notícias vindas do exterior, ponderado o facto de a nossa economia ser uma economia aberta. Desta forma, a queda das cotações não seria mais do que a correcção das expectativas de muito optimistas para normais, que conduziriam conforme verificado pela aplicação do modelo, a quedas da ordem dos 50%.

Restringindo a análise ao comportamento das cotações, qualquer das duas hipóteses descritas serve para interpretar os acontecimentos. No entanto, o facto de terem existido ineficiências do mercado, quer operacionais quer de informação, que se traduziram por subidas invulgares de cotações de títulos de

empresas, sem que para isso tenham contribuído informações públicas sobre essas empresas em particular ou sobre a economia em geral, dão força à hipótese de terem existido comportamentos especulativos. A dificuldade de acesso ao mercado, sentida e declarada por vários investidores, e que foi motivada pela diminuta liquidez existente, reforçam essa hipótese.

Quer tenha sido uma subida e queda puramente racional, puramente especulativa ou uma combinação resultante dos dois tipos de comportamentos, a realidade palpável para os investidores, é que se tratou de uma queda muito grande, e sobretudo muito prolongada, quando comparada com as verificadas nos mercados do exterior.

4.2. PORQUE SE DEU O "CRASH"

4.2.1. ASPECTOS COMUNS A TODOS OS MERCADOS

Da secção anterior importa reter que qualquer conclusão credível sobre o comportamento do mercado de capitais durante a crise de 1987 não pode deixar de ter em consideração a grande subida das cotações que precedeu o "crash".

Verificou-se terem existido condições a nível mundial para esse crescimento dos mercados entre 1982 e 1987, um "bull market" na gíria bolsista de Nova York.

Este "bull market" foi muito impulsionado pelos novos produtos e novas estratégias de transacção nos mercados mais evoluídos, e pelo ambiente vivido no mundo empresarial, sobretudo americano,

durante os anos 80, em que as fusões e aquisições se sucederam. Estes novos produtos e novas estratégias de transacção permitiram, por um lado, transferir risco, criando a noção aparente de uma grande segurança para o investimento no mercado de capitais, e por outro, constituíram uma grande oportunidade, para aqueles que, de facto, estavam dispostos a suportar risco na perspectiva de grandes mais valias.

Este ambiente de verdadeiro capitalismo popular, rapidamente atravessou fronteiras passando a ser uma realidade na maioria dos mercados de capitais.

Portugal não foi excepção, embora o crescimento das cotações no mercado português, se tenha iniciado com o seu ressurgimento a partir de 1985. Porque o número de títulos cotados em 1985 era demasiado reduzido e porque o mercado de capitais na sua vertente accionista tinha saído do leque das hipóteses de colocação de capitais por mais de dez anos, houve como que uma inércia na sua reanimação, pelo que apenas poderemos falar do segmento accionista a partir de 1986. No entanto, como se verificou quando se iniciou o aquecimento das cotações no mercado português, a velocidade de crescimento das cotações foi muito elevada.

4.2.2. ASPECTOS ESPECÍFICOS DO MERCADO PORTUGUÊS

Conclui-se neste trabalho que, para além dos aspectos comuns a todos os mercados, outros existiram, no mercado português, aos quais se podem atribuir responsabilidades pelo tão grande cres-

cimento das cotações antes do "crash" e pelo prolongamento da agonia da queda após o deflagrar da crise. Estes aspectos prendem-se com:

- dimensão do mercado e os incentivos fiscais;
- regulamentação que vigorava;
- microestrutura do mercado (ineficiência operacional e de informação);
- influência dos investidores estrangeiros;
- o mercado das OPV's;
- ausência de mecanismos de segurança dos investimentos.

Apesar da dimensão do mercado ter duplicado em cada ano do triénio 85-87, graças à política de incentivos do Governo, apenas se encontravam cotadas no final de 1987, 94 empresas no mercado oficial. O facto da dimensão do mercado ter sido reduzida, associado à procura que se criou, motivou que existissem falta de posições de venda face à procura existente. Esta pressão do lado da procura faria sempre aumentar o preço dos títulos, independentemente de qualquer outro factor.

Os incentivos fiscais, ao permitirem uma redução do IRS sobre os dividendos distribuídos, poderão ter contribuído decisivamente, pelo menos durante o início da reanimação do mercado, para atrair os investidores. Durante o ano de 1987, não é crível que os incentivos tenham tido uma contribuição relevante no aquecimento das cotações, porquanto as mais valias proporcionadas pela compra e venda dos títulos eram, só por si, razão suficiente para atrair os investidores ao mercado. A redução dos incentivos fis-

cais em 1988 poderá ter contribuído negativamente para uma eventual recuperação após a crise, uma vez que os incentivos acabaram por ser retirados quando se confirmou a queda das cotações.

Verificou-se, ao longo do trabalho, que existia regulamentação que era adversa ao normal encontro de vontades entre a compra e a venda, tendo portanto prejudicado a eficiência operacional do mercado, enquanto este esteve em alta e depois quando esteve em baixa. De entre as regras existentes sobressairam, pela negativa, a regra dos 20% e a regra dos 5%. A primeira, concluiu-se ser a responsável de algumas das mais espectaculares subidas das cotações, ao bloquear as transacções em dias seguidos, apesar dos preços das acções aumentarem o máximo possível de 5% . A segunda foi a responsável pelo prolongamento da resposta do mercado português à necessidade de correcção das cotações. Parece ser possível que esta demora no ajuste das cotações às novas realidades, aquando da queda do mercado, tenha contribuído decisivamente para a perda de confiança do investidor que desde aí se verificou.

Apesar de se ter afirmado, na altura, que a existência de apenas uma cotação por dia, obtida em leilão, teria sido adversa à performance do mercado português durante a crise, a verdade é que outros estudos incidindo sobre a influência das características dos mercados, vieram demonstrar inclusivamente o contrário. Além disso, não obstante, alguns analistas do mercado da época terem defendido as cotações em contínuo como a solução de todos os problemas do mercado português, restam grandes dúvidas sobre a

eficácia desta solução na fase inicial do mercado, dada a reduzida liquidez dos títulos, mesmo considerando apenas os títulos mais líquidos.

A forma de acesso do comum dos investidores ao mercado, normalmente através das instituições bancárias dando as ordens pelo menos de véspera, associada à pouca transparência do mercado, em resultado do mecanismo de formação das cotações, poderá, no entanto, ter retirado aos investidores a possibilidade de uma intervenção mais consciente no mercado.

A ausência de um sistema de depósito dos suportes físicos dos títulos cotados na bolsa, tendo em vista tornar mais rápida e regular a liquidação das operações realizadas, terá sido um aspecto negativo do mercado português, uma vez que terá necessariamente reduzido a liquidez potencial do mercado. Com efeito esta não desmaterialização dos títulos obrigava, como se pode ver no Anexo A, a que o vendedor tivesse que entregar previamente os suportes físicos dos títulos na instituição ou corretor encarregues da transacção. Quando o mercado começou a animar, esta obrigatoriedade rapidamente conduziu à paralização do sistema, uma vez que as instituições e os corretores não conseguiam encaminhar com a rapidez necessária os suportes físicos dos títulos aos investidores que os acabavam de comprar. Porque algumas instituições e corretores estavam localizados em Lisboa e outras no Porto, esta dificuldade agravava-se ainda mais. Desta forma os investidores que acabavam de comprar, mesmo que quizessem vender não podiam, pois que não conseguiam fazer a entrega dos respectivos suportes físicos, uma vez que eles próprios ainda não os teriam recebido. Esta limitação, aquando da subida, terá reduzido

gravemente a oferta de títulos no mercado, e conseqüentemente a liquidez, tendo levado, inclusivamente, alguns investidores a procurarem o mercado paralelo, onde esses problemas não existiam.

O funcionamento do mercado fora de bolsa, em relação ao qual a informação era pouca e a regulamentação sobre o seu funcionamento mal definida, poderá ter subtraído ao mercado liquidez durante a subida das cotações e posteriormente durante a queda. Apesar de todos os esforços desenvolvidos para recolher informação sobre este mercado durante a crise, não se conseguiu encontrar informação conclusiva.

Os investidores estrangeiros foram considerados por alguns como os grandes responsáveis pela queda do mercado português, sendo justificada essa afirmação pelo eventual ausência de controlo na sua entrada e depois na sua saída do mercado. Para aqueles que compartilhavam dessa opinião, os investidores estrangeiros teriam saído do mercado português logo a seguir ao "crash" dada a necessidade de realizarem dinheiro para saldarem as suas posições em outros mercados. Desta forma teriam sido os grandes ganhadores no mercado português. No presente trabalho, conclui-se que este raciocínio não estava correcto e que os investidores estrangeiros terão, em média, sofrido as mesmas perdas que quaisquer outros investidores com o mesmo tipo de acesso ao mercado.

Um dos aspectos mais particulares do mercado português durante a crise, foi a existência de sessões especiais de Ofertas Públicas de Venda, todas as segundas-feiras, desde o início de Outubro. Este mercado das OPV's revestiu-se, por isso, de grande importância para qualquer análise da crise do mercado de capitais

português, por ter cativado grandes volumes de dinheiro, que de outra forma poderiam ter estado disponíveis para a recuperação do mercado secundário. Outro motivo pelo qual o mercado das OPV's teria tido grande importância, teriam sido as falsas esperanças que teria criado nos investidores por parecer não ter sofrido de imediato com a crise. Se, relativamente à possibilidade de o comportamento do mercado secundário ter sido outro sem o desvio dos recursos dos investidores para as OPV's, nada se consegue provar, já no que respeita à afirmação da reacção mais lenta do mercado das OPV's foi possível tirar conclusões. Estas conclusões apontam justamente para a hipótese contrária, ao indicarem que o mercado das OPV's reagiu, inclusivamente, mais depressa que o mercado secundário. No entanto é possível que a aparente lentidão tenha, de facto, condicionado a actuação de alguns investidores visto que essa opinião foi na altura compartilhada por muitos.

Por último é de referir a ausência, no mercado português, de qualquer mecanismo de transferência de risco - mercado de opções ou de futuros - que pudesse fornecer segurança aos investimentos. A necessidade de segurar os investimentos, sem sair do mercado, foi sentida pelos investidores que, tal como se verificou, à medida que a insegurança se foi apoderando do mercado, tentaram concentrar os seus investimentos naqueles títulos que julgavam ser os mais seguros. É de notar, no entanto, que ainda que os novos produtos pudessem vir a minorar a queda do mercado, uma vez que concorreriam para a manutenção da confiança dos investidores, a verdade é que, em muitos mercados onde também não existiram estes produtos, a sua reacção foi bem mais suave. Desta forma não pode ser atribuído peso excessivo à ausência destes instrumentos.

4.3. POSSIBILIDADE OU IMPOSSIBILIDADE DE SE EVITAR A CRISE

Importa agora discutir se seria de todo impossível evitar o que se passou, ou se, pelo contrário, havia medidas que, caso fossem adoptadas em tempo, poderiam ter mudado o curso dos acontecimentos.

Sem dúvida que seria inevitável que um "crash" do mercado global viesse a arrastar o mercado português. O que está em causa é saber-se se a dimensão da resposta do mercado português poderia ou não ter sido mais reduzida.

Verificou-se no presente trabalho que a dimensão da queda esteve, particularmente no caso português, directamente relacionada com a dimensão da subida que a antecedeu. Desta forma, tendo em vista reduzir a dimensão da resposta do mercado português, dever-se-ia ter actuado, logo durante a subida das cotações, com medidas que pudessem ter melhorado a eficiência de informação e a eficiência operacional do mercado (ver Anexo A). Uma vez acautelados estes dois aspectos da performance do mercado dever-se-ia ter actuado, depois durante a queda, com medidas que pudessem ter incentivado o investidor a continuar a apostar no mercado de capitais.

Tendo em vista melhorar a eficiência de informação deveriam ter sido estabelecidas regras bem definidas quanto à forma e periodicidade com que as empresas deveriam divulgar os seus dados. Deveriam também estar criadas as condições para se registarem

informações sobre as transacções em bolsa e fora dela, nomeadamente as dimensões dos lotes, identificação dos compradores e vendedores em cada transacção e as datas em que se concentraram. Deveriam ainda ter sido estabelecidas, e aplicadas, sanções àqueles que, dispondo de informação privilegiada junto de determinada empresa ou empresas, tivessem feito uso dessa vantagem para obterem lucros no mercado de capitais ("inside trading"). Estas medidas teriam, sem dúvida, contribuído para uma maior credibilidade do sistema, permitindo que o mercado de capitais fosse encarado como um verdadeiro investimento e não como um jogo de sorte ou azar.

Para melhorar a eficiência operacional várias medidas poderiam, e deveriam, ter sido tomadas.

Desde logo, era fundamental a imobilização dos títulos. Ao trazer maior liquidez ao mercado, poderia ter moderado o aquecimento das cotações. Esta medida, apesar de várias vezes ter sido falada, só veio a ser tomada bastante mais tarde.

Em função dos resultados obtidos, é lícito pensar-se que outra medida que deveria ter sido tomada era a abolição da regra dos 20%, muito antes da data em que foi (dia 13 de Outubro), uma vez que, nessa altura, já as cotações estavam estabilizadas. Se tal tivesse acontecido não teria existido, como foi referido, a falta de liquidez verificada durante a subida, que fomentou o aumento das cotações e inclusivamente o mercado paralelo.

Também a regra da limitação da variação das cotações em 5%, sem a possibilidade de ser alargada no caso do limite ser atingido em dias seguidos, terá contribuído para a atmosfera de euforia durante o crescimento das cotações. Com efeito, é possível que, se as cotações pudessem ter maior amplitude de variação durante o aquecimento das cotações, se tivesse assistido a uma alternância de dias em baixa com dias em alta, em vez da alta sistemática que se verificou desde o final de Julho até ao dia 7 de Outubro. Esta sequência de sessões a fecharem em alta contribuiu decisivamente para a noção aparente de segurança dos investimentos no mercado accionista. Da mesma forma, se após o "crash" tivesse sido possível uma variação maior das cotações logo desde o início da queda do mercado e não apenas no dia 11 de Novembro, não se teria assistido à série de 13 sessões consecutivas fechando em baixa, com as cotações a caírem ao máximo permitido, que contribuiu decisivamente para abalar a confiança dos investidores.

Como se referiu acima, existiam medidas que apesar de não estarem relacionadas com a performance do mercado, poderiam ter incentivado, directa ou indirectamente, o investidor a continuar a apostar no mercado de capitais após a queda do mercado.

De entre elas destacam-se as medidas relacionadas com aspectos fiscais. Actuando directamente sobre os investidores, a não tributação das mais-valias resultante da compra e venda de títulos, a redução do IRS sobre os dividendos distribuídos, e a possibilidade de descontar na declaração de rendimentos, os investimentos efectuados em unidades de participação de fundos de investimento, deveriam ter sido mantidas, pelo menos durante todo

o ano de 1988. Estas medidas tinham sido introduzidas durante o crescimento do mercado e a sua abolição após a queda, em nada poderia contribuir para incentivar a retoma do mercado.

Actuando sobre as empresas, as medidas de desagravamento da carga fiscal para que abrissem o seu capital social ao público através do mercado de capitais, deveriam também ter sido mantidas durante o ano de 1988. A manutenção dessa medida teria contribuído para manter o interesse das empresas pela bolsa, e desta forma, contribuir para manter a actividade do mercado. Ainda actuando sobre as empresas teria sido recomendável evitar a dupla tributação dos dividendos, possibilitando levar a custos da conta de exploração, os dividendos pagos aos accionistas, na sua totalidade ou pelo menos em parte. Esta medida que, nem antes nem depois da crise foi adoptada, poderia ter estimulado as empresas a distribuírem dividendos, "normalizando" os mecanismos de remuneração do capital aos investidores.

Apesar de desejável qualquer mecanismo (por exemplo futuros ou opções) que possibilitasse segurar os investimentos na perspectiva de manter a confiança dos investidores no mercado, a verdade é que não se acredita que o seu aparecimento fosse possível num mercado com tão pouca dimensão, e sobretudo liquidez, como o mercado português de 1987.

Acredita-se, no entanto, que a confiança dos investidores poderia ainda ter sido preservada com outras medidas, como as que frequentemente são adoptadas pelos governos de outros países em que o mercado de capitais tem uma importância decisiva para a vida económica do país. De entre estas medidas sobressai, natural-

mente, a descida das taxas de juro que contraria a tendência dos investidores saírem do mercado das acções colocando as suas poupanças, ou na banca ou nos títulos de dívida. Por razões de planeamento económico as taxas de juro foram, ainda, aumentadas paralisando, no curto prazo, o mercado accionista.

Apesar de ter sido considerado indispensável um controlo mais apurado sobre o investimento de estrangeiros no nosso mercado, não era a sua existência que iria evitar, ou só mesmo minorar, a resposta do mercado português conforme se verificou.

Quanto à realização das OPV's o caso é mais complexo pois que, se é possível que a sua realização, durante a queda, tenha retirado liquidez ao mercado secundário, não é menos certo que a falta de dimensão do mercado português contribuía para distorcer as cotações. Possivelmente, as OPV's não deveriam ter cessado durante os meses de Agosto e Setembro. Teriam retirado, eventualmente, liquidez ao mercado secundário e o aumento do número de títulos cotados que iriam implicar teria, possivelmente, uma influência estabilizadora e mesmo redutora do aumento das cotações verificado.

4.4. QUESTÕES PARA POSTERIORES INVESTIGAÇÕES

O aspecto que fica por cobrir no presente trabalho e que será interessante desenvolver no futuro, é o de se verificar, à luz das conclusões retiradas sobre o comportamento do mercado português durante 1987, até que ponto é que, caso se voltassem a reunir as

condições económicas, internas e externas, similares às existentes durante esse ano, o mercado português teria reagido de uma forma diferente.

Visto que um dos aspectos mais negativos do comportamento do mercado português durante os acontecimentos do terceiro trimestre de 1987 foi a falta de liquidez, haverá pois que analisar cuidadosamente a nova lei do Mercado de Valores Mobiliários, tendo em vista verificar se as reformas propostas solucionaram esse problema.

Há também que analisar a resposta do mercado português aos acontecimentos mais notáveis dos mercados internacionais, após o rescaldo do "crash" de 1987 até ao presente, tendo em vista verificar até que ponto os investidores, agora sem dúvida com um carácter mais institucional, reagiram a tais notícias.

Há também que verificar a influência que operou na confiança dos investidores, o facto do panorama do mercado português se ter alterado significativamente de 1987 para cá, quer no aspecto da capitalização bolsista quer no aspecto da liquidez dos títulos por indústria. Nesta análise, haverá que ter em consideração o papel cada vez mais preponderante dos Bancos e Financeiras no mercado português.

Por fim, haverá que tecer considerações num panorama de médio-curto prazo sobre as consequências da adesão do escudo ao SME, e as suas implicações nas taxas de juro e consequentemente no mercado de capitais.

ANEXO A

O MERCADO DE TÍTULOS

A.1. MERCADOS EXISTENTES

O mercado de títulos pode ser classificado de acordo com as funções postas à disposição dos investidores e das empresas em:

- mercado primário
- mercado secundário

No mercado primário as empresas colocam novos títulos de um activo financeiro junto dos investidores. No mercado secundário são transaccionados os títulos já existentes. Nesta abordagem pretende-se tratar apenas, o mercado secundário.

No mercado secundário as transacções podem ser efectuadas "em Bolsa" ou "fora de Bolsa". No primeiro caso as transacções têm lugar num organismo, que é uma instituição auxiliar de crédito, a que se dá o nome de Bolsa. No segundo caso, as transacções são realizadas directamente entre comprador e vendedor, nas instituições financeiras e nos correctores ou sociedades de corretagem.

Tanto no mercado primário como no secundário podem ser considerados dois segmentos fundamentais: o segmento obrigacionista; e o segmento accionista. No primeiro são consideradas as

operações sobre os títulos de rendimento fixo, ou seja, as obrigações. No segundo são consideradas as operações sobre os títulos de rendimento variável, ou seja, as acções. No presente trabalho a atenção será focalizada no segmento accionista.

No caso particular do mercado de valores português tem existido, desde 1987, um número considerável de ofertas públicas de vendas de acções de empresas que, ou por estarem nas mãos de alguns particulares, normalmente famílias, ou por estarem nacionalizadas, adoptaram este processo para difundir o seu capital social junto dos investidores, nos 25% mínimos necessários para a admissão à cotação. Desta forma fala-se, em Portugal, do mercado das OPV's.

A.2. A IMPORTÂNCIA DO MERCADO SECUNDÁRIO

A.2.1. A PERSPECTIVA DAS EMPRESAS COTADAS

O custo de capital de uma empresa pode ser avaliado através do preço recebido por acção, aquando de uma subscrição de novas acções (ver Schwartz [19]). Portanto, para as empresas em particular e para a economia em geral, o custo de oportunidade de capital será optimizado por um mercado primário operando eficientemente.

Por sua vez, para o mercado primário funcionar eficientemente é necessário que o mercado secundário funcione também com eficiência. Esta relação causa-efeito existe devido a duas características do mercado secundário: a liquidez; e a possibilidade de avaliação do preço de cada título. Com efeito,

quanto maior é a liquidez de um título no mercado secundário maior será o valor que o investidor estará disposto a pagar por títulos dessa empresa quer nesse mercado quer no mercado primário. Por outro lado, quanto maior for o preço conseguido por uma empresa para cada acção no mercado primário, menor será o seu custo de oportunidade de capital. A avaliação do preço de cada título proporcionada pelo mercado secundário é importante por duas razões. A primeira é a de que a cotação do mercado reflecte a "opinião de consenso" dos investidores, não havendo portanto melhor avaliação para uma dada empresa e consequentemente, para possíveis emissões de novas acções, do que a cotação do mercado. A segunda é de que possibilita uma forma mais completa de avaliar os lucros de uma dada empresa, uma vez que inclui para além dos resultados líquidos, a "opinião de consenso" dos investidores a respeito das possibilidades de crescimento futuro da empresa. Desta forma as empresas podem ter uma forma imparcial de avaliar o desempenho dos seus executivos de topo.

A.2.2. A PERSPECTIVA DOS AGENTES DO MERCADO

Os investidores enquanto accionistas de determinada empresa esperam dos títulos que possuem, e do mercado que os transacciona: rentabilidade; liquidez; e baixos custos de transacção.

Porque o investidor tenta alcançar o máximo de rentabilidade para as suas poupanças, tentará aplicá-las naqueles títulos, para os quais, com o nível de risco que está disposto a suportar e com base na informação existente, a sua apreciação lhes atribui a máxima rentabilidade. Desta forma, para o comum dos investidores,

a rentabilidade esperada para o seu investimento está intimamente relacionada com a eficiência do mercado, isto é, com a capacidade das cotações reflectirem integralmente a informação disponível a respeito das respectivas empresas.

Cada investidor individual espera poder, em qualquer altura, alterar o seu portfolio com base nas variações das suas próprias necessidades financeiras e com base nas suas alterações de expectativas a respeito dos títulos existentes no mercado. Por esta razão, o investidor valoriza particularmente a liquidez dos títulos no mercado, estando disposto, como se viu na secção anterior, a pagar um preço mais elevado por aqueles títulos com maior liquidez.

O custo de transacção é outro aspecto que preocupa os investidores. Estes custos podem ser de dois tipos: custos explícitos da transacção; e custos implícitos da execução das transacções. Os custos explícitos, apesar de em alguns mercados não estarem regulamentados, são facilmente tidos em consideração pelos investidores, uma vez que se tratam das comissões pela execução das transacções e dos impostos que essas mesmas transacções têm que pagar ao fisco. Os custos implícitos, pelo contrário não são facilmente contabilizáveis pelos investidores, visto que resultam da execução das ordens a preços mais elevados (se se trata de ordens de compra), ou a preços mais baixos (se se trata de ordens de venda) em virtude da própria dimensão das ordens e/ou da ausência de resposta adequada do outro lado do mercado. Tanto uns como outros concorrem para que os investidores ajustem os seus portfolios com menor frequência que aquela que seria possível se

não incorressem nesses custos, pelo que, por vezes, deterão portfolios que não seriam os óptimos face a um mercado sem custos de transacção.

Estas imperfeições do mercado, associadas ao desenvolvimento de produtos derivados das acções (futuros e opções), levou ao aparecimento da actividade da arbitragem, na qual os agentes do mercado compram e vendem com o objectivo de explorarem as pequenas diferenças de preço existentes entre as acções e os seus produtos derivados resultantes da demora da obtenção de uma nova cotação de equilíbrio. Desta forma enquanto que para um agente do mercado actuando como investidor, o longo prazo pode ser um ano ou mais, para um agente do mercado actuando em arbitragem, o longo prazo pode ser meia sessão de bolsa.

A.3. O MERCADO SECUNDÁRIO E A SUA PERFORMANCE

A performance de um mercado pode ser aferida pela eficiência com que as transacções se processam. Esta eficiência pode ser de dois tipos: eficiência de informação; e eficiência operacional.

A.3.1. EFICIÊNCIA DE INFORMAÇÃO

Num mercado em que haja eficiência de informação os preços deverão reflectir toda a informação existente de tal forma que não sejam possíveis lucros continuados acima do normal com base apenas nessa informação. Desta forma, no contexto dinâmico de um mercado de capitais as cotações estão continuamente a reagir às

novas informações, ficando garantida a eficiência de informação quando as cotações atingem novo ponto de equilíbrio. Uma ineficiência de informação levará investidores a abandonarem o mercado, o que reduzirá a procura e, conseqüentemente, as cotações.

A.3.2. EFICIÊNCIA OPERACIONAL

A eficiência operacional prende-se com a maior ou menor facilidade com que os agentes do mercado conseguem fazer o encontro das suas vontades. Quando um mercado não é operacionalmente eficiente as cotações serão menos estáveis. Concorrem definitivamente para a eficiência operacional de um dado mercado, as regras em vigor nesse mercado. A instabilidade de um mercado tem o mesmo efeito junto dos investidores que o enviezamento das cotações em resultado de ineficiências de informação, isto é, tenderá a fazer abandonar os investidores do mercado. Este abandono fará também baixar as cotações em geral.

A.3.3. COMPETITIVIDADE DO MERCADO

A competitividade do mercado é outra das formas de avaliar a performance de um mercado. Um mercado será tanto mais competitivo quanto mais insignificante fôr, para a determinação da cotação de um título, a ordem de compra ou venda de um dado investidor. Desta forma, num mercado cuja performance relict a o modelo de concorrência perfeita, cada investidor controla apenas o número de títulos que pretende comprar ou vender, à cotação do mercado.

A.4. FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS SECUNDÁRIOS

A.4.1. TIPOS DE OPERAÇÕES

As operações no mercado secundário podem ser de dois tipos: a contado; e a prazo. No primeiro caso a entrega dos títulos e o respectivo pagamento decorre num intervalo de tempo a seguir à operação. No segundo caso, quando se efectua a operação, uma das partes compromete-se a entregar o dinheiro e a outra os títulos numa data determinada. Este tipo de operação não existe no mercado português.

A.4.2. ORDENS

Um investidor quando quer comprar ou vender determinado título dá uma ordem (de compra ou de venda) a uma instituição financeira, a uma sociedade de corretagem ou a um corretor. As principais classe de ordens são as ordens "ao melhor" e as ordens "com limite de preço". No primeiro caso o corretor que as recebe procurará cumpri-las ao preço mais baixo possível, se se tratar de uma compra, e ao mais alto, se a ordem for de venda. No segundo caso o limite de preço especificado funcionará como o limite máximo caso se trate de uma ordem de compra ou o limite mínimo caso se trate de um ordem de venda.

No que respeita ao prazo de validade as ordens podem ser: por prazo fixado, que poderá limitar-se à primeira sessão de bolsa subsequente; sem limite de data, sendo válidas até que sejam canceladas (em alguns mercados, como o português, estas ordens são canceladas automaticamente após a última sessão do mês em que foram dadas).

A.4.3. ENTIDADES QUE INTREVEEM NAS TRANSAÇÕES

No que respeita ao tipo de intervenção dos agentes que realizam as transacções, os mercados podem ser considerados como: "agency"; "dealer"; e "exchange".

No primeiro caso as ordens dos investidores são transaccionadas por correctores ("brokers") que não podem transaccionar em nome próprio. No segundo o mercado é feito por vendedores ("dealers") a quem os investidores compram e vendem os títulos. Finalmente no terceiro caso os profissionais do mercado funcionam como vendedores e corretores simultaneamente. É o caso dos especialistas da bolsa de Nova York que actuam como vendedores ao comprarem e venderem do seu stock, e actuam como corretores ao manterem o livro das ordens com limite de preço.

A.4.4. MODOS DE FUNCIONAMENTO

Os mecanismos de formação do preço são basicamente de dois tipos: em leilão; e em contínuo.

Num mercado funcionando em contínuo as transacções podem dar-se em qualquer altura durante uma sessão de bolsa. Num mercado em leilão, pelo contrário, todas as ordens para os títulos de uma determinada empresa são consolidadas para serem executadas simultâneamente quando chegar a vez dos títulos dessa empresa no leilão. Normalmente, os mercados funcionando desta forma, têm um ou dois leilões por sessão. Os leilões podem ser feitos através de ordens escritas ou verbais. No primeiro caso os preços e a dimensão das ordens são escritas pelos corretores sem ser conhecida a reacção do mercado. Por esta razão, os leilões verbais são normalmente preferidos. No entanto, este tipo de leilão só é possível para títulos com maior liquidez.

Existem mercados em que o mecanismo de formação do preço é considerado misto porque embora as cotações funcionem em contínuo, em determinadas alturas da sessão, normalmente na abertura ou fecho, ou para determinados títulos, normalmente os menos líquidos, é feito leilão.

A.4.5. PRIORIDADES NA EXECUÇÃO DAS TRANSACÇÕES

Nos mercados em contínuo a execução das ordens é satisfeita por ordem de entrada.

Nos mercados em leilão a primeira prioridade é dada pelo preço. Desta forma os compradores que estiverem dispostos a pagar um preço mais alto pelas acções a comprar, do que os restantes compradores, terão sempre prioridade. Da mesma forma vendedores que

estiverem disposto a vender as acções por um preço mais baixo que os restantes vendedores terão prioridade. A segunda prioridade, isto é, a prioridade entre investidores com ordens com o mesmo preço varia de mercado para mercado. De facto enquanto em determinados mercados a segunda prioridade é dada pela data e hora (a primeira ordem a ser colocada é a primeira a ser executada), em outros mercado a prioridade é dada pela dimensão da ordem (as maiores são as primeiras a ser executadas). Há também mercados, como é o caso do mercado português, em que não há segunda prioridade sendo as ordens a um determinado preço satisfeitas segundo um processo de rateio, com base na dimensão das ordens.

A.4.6. PROCESSOS DE FIXAÇÃO DAS COTAÇÕES

Nos mercados em leilão, as ordens não são normalmente reveladas até à chamada de cada título. Nessa altura os corretores apresentam as suas ordens com a dimensão e preço até que seja determinada a cotação que é depois afixada.

Nos mercados em contínuo existe alguma diversidade nos mecanismos de fixação da cotação. Assim em alguns mercados, como o de Tóquio e o de Nova York, a fixação da cotação faz-se através de um livro de ordens ("order book") onde vão sendo registados os preços e quantidades para compra e venda, em resultado das ordens com limite de preço. Em outros mercados, como por exemplo o de Hong-Kong e o de Singapura, as ordens de compra e venda são afixadas num painel por forma a que todos os agentes do mercado as vejam e possam fazer propostas que vão ao encontro dessas ordens. Normalmente só são afixadas, para cada título, as duas melhores cotações

de venda e de compra. Noutros mercados ainda, como por exemplo o mercado de Zurique ou os mercados dos futuros e das opções de Chicago, a fixação do preço resulta do encontro de vontades entre os vários intervenientes do mercado. Nestes mercados existem normalmente locais definidos, designados por "pit", onde são transaccionados os títulos referentes a determinada ou determinadas empresas. Os intervenientes interessados nesses títulos encontram-se nesses locais e dão as ordens de compra e venda verbalmente uns aos outros fazendo transacções bilaterais sempre que há encontro das vontades. Finalmente, existem ainda mercados em que as ordens são introduzidas num sistema computadorizado que as executa automaticamente. É o caso dos mercados de Toronto e Cincinnati.

A.4.7. MECANISMOS DE ESTABILIZAÇÃO DAS COTAÇÕES

A maioria dos mercados tem características e regras de funcionamento que têm por finalidade reduzir a flutuação das cotações.

Nos mercados funcionando em leilão, o próprio processo de acumulação das ordens acaba por funcionar como um processo estabilizador, uma vez que evita a instabilidade, eventualmente causada pela escassez de ordens em determinados intervalos de tempo. Nestes mercados existem ainda, normalmente, limites de variação máximos das cotações. Quando o limite de variação é ultrapassado as transacções não se realizam, servindo esse preço como base para a variação máxima do dia seguinte, cujo limite pode ser igual ou superior, dependendo dos mercados.

Nos mercados em contínuo existem regras de interrupção de transacção, normalmente por variação das cotações, que são semelhantes à regra de limite de variação da cotação dos mercados em leilão. Assim, quando se dá uma paragem de transacção em virtude de uma variação excessiva das cotações, é suposto que os agentes tenham tempo para se adaptarem à alteração das condições do mercado. O reinício da transacção faz-se através de um leilão. Em alguns mercados é incentivada a existência de agentes do mercado actuando em arbitragem, uma vez que é entendido que a sua actuação concorre para a estabilização das cotações. No mercado de Nova York, a existência dos "especialistas" é entendido como um processo estabilizador, uma vez que têm como obrigação explícita a manutenção de um mercado estabilizado e "com ordem".

A.5. REGRAS ESPECÍFICAS DO MERCADO PORTUGUÊS EM 1987

A.5.1. MERCADO SECUNDÁRIO

A.5.1.1. ORDENS

A ordem de bolsa tinha que conter obrigatoriamente as seguintes indicações: identificação do investidor; discriminação dos títulos a transaccionar, mencionando a sua natureza, espécie, quantidade e condições de preço; data e prazo de validade. As ordens de bolsa eram escritas ou reduzidas a escrito, no caso de serem verbais, em impressos aprovados.

A entidade, corretor ou instituição de crédito, que recebesse uma ordem de bolsa exigia ao investidor, antes da sua transacção ou execução, a entrega dos títulos a vender ou da importância provável destinada ao pagamento da compra ordenada. A falta de entrega dos títulos ou da importância pelo investidor eximia a entidade da obrigação de cumprir a respectiva ordem.

A.5.1.2. PROCESSO DE FIXAÇÃO DA COTAÇÃO

A cotação era fixada de modo a serem transaccionados a maior quantidade possível de valores. Com este objectivo a fixação da cotação dos títulos de uma determinada empresa era obtida em leilão e obedecia às seguintes regras:

- 1ª A cotação deveria ser obtida a partir da última efectuada;
- 2ª Era verificado se na base dessa cotação havia maior volume de compras ou vendas, considerando a totalidade das ordens ao melhor preço e das ordens com limite de preço que por tal forma possam ser satisfeitas;
- 3ª Encontrando-se equilíbrio sensível entre os volumes das compras e das vendas, a cotação considerava-se determinada;
- 4ª Não existindo esse equilíbrio, e conforme se verificasse maior volume de propostas de compra ou de venda, ensaiar-se-ia a cotação com base no escalão imediatamente superior ou inferior, e assim sucessivamente, até se encontrar aquela cotação em relação à qual fosse transaccionada a maior quantidade possível de título.

As cotações eram efectuadas através do corretor que apresentava em voz alta as suas propostas de compra ou de venda, com indicação da natureza dos títulos, da quantidade e do preço. Uma vez fixada a cotação, a mesma aparecia afixada num quadro luminoso.

A.5.1.3. MECANISMOS DE ESTABILIZAÇÃO DAS COTAÇÕES

Tendo em vista a estabilização das cotações, existiam regras que determinavam (ver [20]): a quantidade mínima de títulos a transaccionar para se fixar a cotação; o limite máximo de variação das cotações de cada título em relação à sessão anterior; o limite mínimo de ordens a serem satisfeitas quando se atingisse o limite máximo de variação das cotações; os escalões mínimos de oscilação das cotações.

A regra sobre a quantidade mínima de títulos para se fixar a cotação estabelecia para as acções os seguintes lotes mínimos:

- 100 unidades, se a cotação fosse inferior a 500\$00;
- 50 unidades, se a cotação fosse igual ou superior a 500\$00 e inferior a 1.000\$00;
- 20 unidades, se a cotação fosse igual ou superior a 1.000\$00 e inferior a 2.000\$00;
- 10 unidades, se a cotação fosse igual ou superior a 2.000\$00.

A regra sobre o limite máximo de variação das cotações de cada acção em relação à sessão anterior estabelecia esse limite em 5%.

A regra sobre o limite mínimo de ordens a serem satisfeitas para o limite máximo de variação das cotações estabelecia que se a formação da cotação levasse a que o limite de variação máxima fosse atingido, só se fixaria cotação se a percentagem de ordens satisfeitas não fosse inferior a 20% (conhecida pela regra dos 20%).

Finalmente os escalões mínimos de oscilações das cotações estavam estabelecidos em:

- 1\$00 para cotações até 199\$00;
- 2\$00 para cotações entre 200\$00 e 498\$00;
- 5\$00 para cotações entre 500\$00 e 995\$00;
- 10\$00 para cotações entre 1.000\$00 e 1.900\$00;
- 20\$00 para cotações entre 2.000\$00 e 4.900\$00;
- 50\$00 para cotações iguais ou superiores a 5.000\$00.

A.5.1.4. LIQUIDAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE BOLSA

A liquidação da operação de bolsa consiste em pagar e ficar com os títulos, caso o investidor seja comprador, ou da entrega dos títulos vendidos e receber a importância correspondente, caso o investidor seja vendedor.

O corretor ou a instituição de crédito que tivesse efectuado a transacção por ordem do investidor, tinha a obrigação de comunicar a realização da operação, no próprio dia ou, o mais tardar, no dia seguinte. Esta comunicação era feita através de um aviso ou da nota de compra ou venda, que também era enviada à comissão directiva da bolsa. Esta nota incluía os seguintes elementos: nomes dos corretores que intervieram na transacção; natureza do valor e quantidade de títulos transaccionados; data em que foi realizada a operação e número da nota; montante da transacção; importância da corretagem a cobrar e outros encargos.

No caso do investidor, uma vez avisado, não procedesse, no prazo estabelecido de seis sessões de bolsa, à regularização da operação, o corretor ficava com o direito de efectuar na bolsa a revenda dos títulos comprados ou a recompra dos vendidos.

Quando se tratava de uma operação de compra, o investidor podia regularizar a operação pagando em dinheiro ou por meio de cheque. O corretor entregava os títulos comprados, fazendo-os acompanhar de um documento (contrata), onde constavam todos os pormenores da compra: designação dos títulos; juros a pagar; preço da transacção (cotação); e os encargos devidos pela transacção.

Quando se tratava de uma operação de venda, o investidor, caso não tivesse os títulos depositados numa instituição de crédito, devia entregá-los na instituição ou no corretor encarregues da transacção, previamente ou, o mais tardar, no acto da venda, fazendo-os acompanhar do duplicado da declaração de registo. Se os títulos estivessem depositados, tudo se facilitava uma vez que a instituição de crédito se encarregava de depositar os títulos

na conta do adquirente, mesmo que fosse noutra instituição, creditando na conta do investidor, a importância líquida da operação.

Durante o período em análise neste estudo, ocorreram graves deficiências no funcionamento deste mecanismo de liquidação.

A.5.1.5. TAXAS E IMPOSTOS

As taxas existentes eram: a Taxa de Corretagem; e a Taxa de realização de operações (ver [20]), e incidiam sobre o valor da transacção.

A primeira, que se destinava a retribuir o serviço do corretor ou da instituição de crédito que intervieram na operação, estava fixada em 0.5% . A segunda que revertia a favor da bolsa onde a operação se realizava, para cobertura das respectivas despesas de funcionamento, estava fixada em 0.05% .

O imposto que as operações em Bolsa tinham que pagar era o imposto de selo que na altura estava fixada em 0.6% . O corretor ou a instituição de crédito limitava-se a receber a importância devida e a entregá-la nas tesourarias da Fazenda Pública.

A.5.2. MERCADO DAS OPV'S

No ano de 1987 as OPV's efectuadas foram na sua maioria realizadas em leilão (à "holandesa") e obedeceram a dois regulamentos diferentes. O primeiro em vigor até à sessão especial de 87/11/02 e o segundo a partir dessa sessão.

A.5.2.1. FORMAÇÃO DO PREÇO-BASE

A primeira regulamentação não determinava qualquer envolvimento das autoridades na formação do preço-base. Desta forma o preço-base era livremente acordado entre os accionistas da empresa que lançava a OPV e o(s) banco(s) que tomavam a operação.

A segunda regulamentação, pelo contrário, determinava que os cálculos para a determinação do preço-base de qualquer OPV, seguissem os princípios até aí adoptados para as subscrições públicas no mercado primário, e o preço-base encontrado carecia sempre de autorização superior. Esta autorização superior, dependia da Secretaria de Estado do Tesouro, ou, por delegação de competências, do Auditor-geral do mercado de capitais, se se pretendia com a OPV obter os benefícios fiscais que tinham sido criados pelo governo. Este cargo de Auditor-geral foi criado pelo decreto-lei 335-87, tendo tomado posse o primeiro, e único (o cargo foi extinto no final do mesmo ano), titular no dia 26/10/1987. Quando de uma determinada OPV não dependiam vantagens fiscais para a respectiva empresa, o preço-base tinha que ser

autorizado pela Comissão Directiva da Bolsa de Valores em que ia ser realizada, não necessitando, no entanto, de autorização da Secretaria de Estado.

A.5.2.2. PROCESSOS DE REALIZAÇÃO DAS OPV's

No período de vigência da primeira regulamentação, os pedidos de compra das acções de uma OPV eram dirigidos aos corretores, até 48 horas antes das sessões especiais. Uma vez recebidos os pedidos, os corretores depositavam na comissão directiva da Bolsa, em que ia ter lugar a OPV, ao fim da tarde de sexta-feira (as sessões especiais tinham lugar às segundas-feiras), uma carta contendo o duplicado da listagem dos pretendentes, com os preços das ofertas e as quantidades desejadas. No dia da sessão especial da OPV, os vários envelopes eram abertos e procedia-se à venda em leilão começando do preço mais alto para o mais baixo.

Quando a segunda regulamentação foi adoptada, os investidores passaram a apresentar o seu pedido, discriminando preço e quantidades desejadas, directamente na Bolsa, num envelope fechado, juntando-lhe também um cheque visado que cobrisse a ordem em questão. Este procedimento podia ser feito tanto pelos clientes particulares como pelas instituições financeiras que serviam de intermediárias aos seus clientes, como era o caso dos bancos. A ordenação das diferentes ordens de compra passava a ser feita pelos próprios serviços da Bolsa de Valores. Desta forma, até ao início da OPV, nem mesmos os corretores poderiam ter acesso

aquela informação, pelo que deixava de haver o receio de "inside trading". Com esta regulamentação, pretendia-se atribuir aos corretores, apenas, a realização das operações.

ANEXO B

OFERTAS PÚBLICAS DE VENDA DURANTE A CRISE DO MERCADO

7 de Outubro (quarta-feira)

A primeira OPV das anunciadas no final de Setembro e início de Outubro foi a da Interlog no dia 7 de Outubro, efectuada na bolsa do Porto.

A OPV da Interlog foi um sucesso tendo as 37,500 acções, com um valor nominal de 1,000 escudos e um preço base de venda de 6,500 escudos, sido transacionadas a um valor médio ponderado de 17,221 escudos com valores máximos e mínimos de respectivamente 29,300 escudos e 15,700 escudos.

12 de Outubro (segunda-feira)

No início de Outubro as OPV's eram as atracções do momento como demonstrou a sessão de 12 de Outubro, com as OPV da Mota & Cia e dos supermercados Modelo, no Porto, e com as OPV do D. Pedro e da Fiaco em Lisboa que renderam, no total, 15.5 milhões de contos.

As OPV's da Mota & Cia e do D. Pedro passaram a constituir um marco, pelo sucesso alcançado. Com efeito no primeiro caso, as 300 mil acções correspondentes a 11% do capital social colocadas em oferta ao preço de base de nove mil escudos, foram trans-

acionadas ao preço médio de 26,621 escudos (quase três vezes o preço base). Estas acções esgotaram rapidamente tendo o preço mais alto atingido os 40,000 escudos enquanto o preço mais baixo se quedava pelos 24,600 escudos.

No segundo caso as 200 mil acções com um preço mínimo de alienação de 3,000 escudos começaram a vender-se a 17,000 escudos atingindo o último lote o valor de 8,500 escudos. O valor médio fixou-se em 10,108 escudos, portanto mais de três vezes o valor base.

As outras duas OPV's apesar de terem tido comparativamente, menos sucesso, obtiveram também marcas dignas de registo. As 300 mil acções dos Modelo, com um preço base de 6,000 escudos foram transacionadas ao valor médio de 13,976 escudos tendo o primeiro e o último lote sido vendidos a, respectivamente 27,000 escudos e 14,400 escudos. As 75 mil acções da Fiacol colocadas no público ao preço base de 6,500 escudos, atingiram o valor médio ponderado de 13,248 escudos, tendo o preço mais alto sido de 25,000 escudos e o mais baixo de 11,800 escudos.

19 de Outubro (segunda-feira)

Na segunda-feira 19 de Outubro, dia do "crash" em todas as praças mundiais, não houve sessão normal de bolsa no mercado português. Houve sim uma sessão especial em que foram realizadas cinco ofertas públicas de venda, três no Porto e duas em Lisboa. Estas

OPV's, profusamente anunciadas na imprensa diária nas duas semanas anteriores, foram um sucesso. Esgotaram-se rapidamente atingindo valores médios muitos altos.

As três OPV's do Porto foram da Salvador Caetano, Sonae e Cofaco. A Salvador Caetano colocou em oferta um lote de 300 mil acções ao preço base de 8,000 escudos, tendo o preço médio ponderado atingido os 19,960 escudos e os preços máximo e mínimo respectivamente 36,100 escudos e 17,000 escudos.

A Sonae pôs à venda 250 mil acções ao preço base de 7,000 escudos, tendo sido transacionadas ao valor médio de 9,510 escudos, com um valor máximo de 36,100 escudos e um valor mínimo de 7,000 escudos.

As 150 mil acções que a Cofaco colocou em oferta ao preço base de 6,500 escudos, acabaram por atingir um valor médio ponderado de 11,981, tendo o valor máximo e mínimo atingido os 35,000 escudos e os 10,000 escudos respectivamente.

Na Salvador Caetano ficaram por satisfazer 53% das ordens (332,335 acções), na Sonae 65% dos pedidos (464,285 acções) e na Cofaco 58% dos pedidos (207,143 acções).

Se assumirmos valores médios para as ordens de compra não satisfeitos de 15,000 escudos para a Salvador Caetano, de 7,500 escudos para a Sonae e de 8,000 escudos para a Cofaco encontramos o valor global de 10 milhões de contos para as ordens de compra não satisfeitas.

As duas OPV's de Lisboa foram da Litho-Formas e da Cerexport, tendo qualquer delas atingido um sucesso assinalável uma vez que os preços médios triplicaram os preços base.

Na Litho-formas as 125 mil acções oferecidas ao preço base de 5,000 escudos, foram transacionadas ao preço médio ponderado de 14,254 escudos, com um valor máximo de 30,500 escudos para o primeiro lote transacionado e um valor mínimo de 12,400 escudos ao qual se procedeu ao rateio.

Na OPV da Cerexport as 131,250 accções, cujo preço base era de 2,500 escudos, atingiram um preço médio ponderado de 8,425 escudos tendo o primeiro lote sido transacionado ao preço de 20,000 escudos e o rateio sido efectuado ao preço mínimo de 7,600 escudos.

26 de Outubro (segunda-feira)

Na Bolsa de Valores de Lisboa, teve lugar mais uma sessão especial. Aí foram realizadas quatro OPV's - SPC, Vasco da Gama, STE e Valouro.

A primeira operação do dia foi a da SPC tendo as 40 mil acções postas à venda ao preço base de 6,500 escudos atingido um preço máximo de 25,000 escudos no primeiro lote transaccionado e um preço mínimo de 7,500 escudos, ao qual se procedeu a rateio. O preço médio ponderado foi de 10,305\$20.

As 100 mil acções das Fábricas Vasco da Gama, cujo preço base de venda era de 10,000 escudos acabaram por ser transaccionados a um preço médio ponderado de 15,368\$60 tendo o preço máximo atingido os 38,000 escudos e o mínimo se quedado pelos 14,000 escudos.

A STE colocou em oferta 24 mil acções ao preço base de alienação de 6,500 escudos. O preço máximo atingido foi de 25,700 escudos e o preço mínimo foi de 7,800 escudos tendo o preço médio ponderado se situado nos 9,797 escudos.

Na última operação do dia, a maior, as Rações Valouro colocaram em oferta 192,481 acções ao preço base de venda de 6,000 escudos. O preço médio ponderado da transacção foi de 14,287\$20, enquanto o máximo e o mínimo se fixaram em 25,000 e 8,800 escudos respectivamente.

O sucesso destas quatro OPV's, ainda que atingindo valores mais comedidos que as realizadas na segunda-feira anterior, suscitava o comentário generalizado de que a crise de confiança não afectava as OPV's.

27 de Outubro (terça-feira)

Na terça-feira 27 de Outubro, as duas OPV marcadas para a Bolsa de Valores do Porto, a da Vista Alegre e a da Cabelte, registavam considerável sucesso, tendo as acções sido absorvidas rapidamente pelo mercado, a preços médios que mais do que duplicaram os preços base.

Com efeito, as 112,500 acções da Vista Alegre, colocadas em praça ao valor base de 5,000 escudos, acabaram por ser alienadas ao preço médio ponderado de 10,316 escudos, com preços máximo e mínimo de 35,000 escudos e 8,400 escudos, respectivamente. Nesta operação ficaram por satisfazer 74 % das ordens de compra, o que dá ideia da apetência do mercado para os títulos desta empresa (a um preço médio de 7,000 escudos, os 320,193 pedidos de acções não satisfeitos significariam 2,241,346 contos).

Tambem as 300 mil acções da Cabelte suscitaram grande interesse do mercado, ficando por satisfazer 51 % dos pedidos (o que, a um preço médio de 8,000 escudos para as 312,245 acções por satisfazer, significaria um total de 2,497,959 contos). Nesta operação, as acções cujo preço base era de 5,000 escudos acabaram por atingir preços máximos e mínimos de 31,000 e 13,400 escudos respectivamente, ao que correspondeu um preço médio ponderado de 14,215 escudos.

2 de Novembro (segunda-feira)

Na segunda-feira seguinte, dia 2 de Novembro, as oito ofertas públicas de venda, num total de 1,225 milhões de acções alienadas pelas empresas Erg, Ariston e Copam em Lisboa e Construtora do Tâmega, Vilatextil, Oliveira e Ferreirinhas, Petróleo Alfa e Veldec no Porto proporcionaram um encaixe de 6.7 milhões de contos. Este montante correspondia apenas a 1.25 o total que as operações renderiam se todas as acções tivessem sido alienadas ao preço base.

Pela primeira vez, desde Julho de 1987, o preço mínimo de compra igualou o preço base, contudo, todas as acções foram colocadas no público.

Com efeito, nas OPV's realizadas em Lisboa, as 300 mil acções da Ariston, as 100 mil acções da Ariston e as 100 mil da Erg procederam a rateio das últimas acções aos respectivos preços base.

As acções da Ariston que tinham um preço base de 5,000 escudos atingiram um valor médio ponderado de 5,229\$20, com o primeiro lote a ser vendido a 15,000 escudos.

Na OPV da Erg, as acções tinham um preço base de 3,000 escudos, tendo sido transaccionadas ao preço médio ponderado de 3,498 escudos. O preço máximo atingido por estas acções no primeiro lote foi de 36,000 escudos o que, só por si, obriga a considerar a possibilidade de ignorância de alguns investidores.

Ainda em Lisboa as acções da Copam, colocadas em oferta ao preço base de 4,000 escudos, atingiram preços máximo e mínimo de respectivamente 17,000 e 5,000 escudos a que correspondeu um preço médio ponderado de 6,045 escudos.

No Porto, na maior oferta do dia, a Construtora do Tâmega alienou 300 mil acções com um preço base de 6,500 escudos. Estas acções acabaram por ser transaccionadas ao valor médio de 8,073 escudos, enquanto os preços máximos e mínimos se cifraram em 30,300 e 6,500 escudos respectivamente.

Nas restantes OPV's do Porto, as 250 mil acções da Vilatéxtil colocadas no mercado ao preço base de 2,500 escudos, alcançaram um valor médio de 3,850 escudos, tendo sido de 15,000 escudos o preço mais alto e de 2,700 escudos o mais baixo.

As 100 mil acções da Oliveira e Ferreirinha com um preço base de 2,500 escudos foram transaccionadas ao preço médio de 2,836 escudos tendo o preço máximo atingido os 8,200 escudos e tendo o preço mínimo sido igual ao preço base.

As 50 mil acções da Petróleo Alfa, com um valor base de 5,000 escudos, atingiram o preço máximo de 17,100 escudos e um mínimo de 6,900 escudos aos quais correspondeu um preço médio ponderado de 7,406 escudos.

Finalmente as 25 mil acções da Veldec, colocadas a 3,000 escudos de preço base, obtiveram um preço máximo e mínimo de 12,000 e 4,500 escudos respectivamente, a que correspondeu um preço médio ponderado de 5,601 escudos.

Estas duas últimas OPV's, as mais pequenas, destacaram-se das restantes pela melhor aceitação que tiveram junto dos investidores, não só pelos valores alcançados como também pela quantidade de pedidos que ficaram por satisfazer, igual a 53% do total de pedidos nos petróleos Alfa e 60% no caso Veldec. Resta saber se estas percentagens correspondem realmente a uma maior atractividade ou se, pelo contrário, apenas reflectem uma deficiente proporcionalidade dos pedidos dos investidores face a reduzida dimensão das ofertas quando comparadas com as restantes OPV's realizadas.

6 de Novembro (sexta-feira)

Seguindo o exemplo das Cerâmicas Estaco, a Renova anunciava o cancelamento da sua OPV de 300 mil acções, alegando que na conjuntura que se vivia as perspectivas de mais-valias já não eram as esperadas. Paralelamente havia rumores de que alguns bancos já estariam a abandonar os sindicatos que tomaram firme as operações pelo que, se o clima bolsista não se alterasse, as OPV's irão cessar.

Apesar de tudo, a "febre" das OPV's parecia não ter ainda acabado, continuando a ser noticiadas diariamente novas empresas que aderiam a este tipo de abertura do capital ao público. Devido a atrasos relacionados com as novas regras que balizavam este tipo de operações, assistia-se, no entanto, ao adiamento de algumas OPV's como foi o caso da Conduril e da Soja de Portugal, cujas operações, após já estarem marcadas para a segunda-feira seguinte, acabaram por ser adiadas para o dia 13 de Novembro.

9 de Novembro (segunda-feira)

Três semanas após a "segunda-feira negra", em sessão especial da Bolsa de Valores de Lisboa, da segunda-feira 9 de Novembro, verificava-se o primeiro reconhecido fracasso de uma sessão de Ofertas Públicas de Venda. Com efeito, pela primeira vez na história das OPV's efectuadas na praça de Lisboa, uma parte das

acções em leilão da empresa Persuínos, ficavam por colocar. A outra OPV, a da Time-sharing, conseguiu colocar todas as acções ainda que a grande maioria tenha sido vendida ao preço base.

Para se ter a noção da dimensão do fracasso desta OPV, refira-se apenas que, das 92,500 acções colocadas à venda pela Persuínos, apenas 23.9 % foram transaccionadas. O preço médio verificado foi de 6,503 escudos tendo o preço máximo sido 10,800 escudos e o mínimo 6,000 escudos, naturalmente o preço base.

Na outra OPV do dia, a da Time-Sharing, as 87,500 acções alienadas foram todas colocadas, tendo no entanto rendido 665,356 contos, apenas mais 9,106 contos que o valor que se obteria ao preço base. Com efeito a maioria do papel, cerca de 83.6 % foi transaccionado ao preço base de 7,500 escudos ficando o máximo em 19,000 escudos e o valor médio ponderado em 7,604 escudos.

16 de Novembro (segunda-feira)

Para a sessão especial da segunda-feira 16 de Novembro, estavam marcadas quatro OPV's, tendo-se apenas realizado uma, a da Estamparia Império. Nesta única OPV realizada, que decorreu na Bolsa de Valores do Porto, a Estamparia Império colocou em oferta 100 mil acções ao preço base de 3,000 escudos. O valor médio ponderado da operação foi de 3,087 escudos, atingindo um valor máximo de 6,500 escudos mas tendo sido transaccionados 81 % dos papéis ao valor mínimo que foi igual ao preço base. Aliás este facto motivou, de um responsável da empresa, o comentário de que a operação "mais parecia uma subscrição pública que um leilão".

23 de Novembro (segunda-feira)

Os resultados obtidos nas sete OPV's, realizadas na sessão especial de segunda-feira 23 de Novembro, foram muito pouco encorajadores. A percentagem elevada de títulos vendidos ao preço base em praticamente todas as OPV's realizadas nesta sessão especial, permite suspeitar que os sindicatos financeiros organizadores, tenha ficado com grande parte das acções.

Das três OPV's realizadas na praça da capital destacou-se a operação da ITI - Sociedade de Investimentos Turísticos na ilha da Madeira, pois que na realidade foi a única que teve sucesso. Com efeito as 100 mil acções colocadas em venda a um preço base de 12,000 escudos atingiram um valor máximo de 50,000 escudos e um mínimo de 12,500 escudos ao qual se procedeu a rateio. O preço médio obtido foi de 14,253 escudos.

Nas outras duas OPV's, a da Betão Liz e a da Fetal - Moda Internacional, ficou a sensação que grande parte das acções foram tomadas pelos sindicatos financeiros organizadores da venda, dado o grande volume de acções transaccionado ao preço base das respectivas operações. De facto na operação da Betão Liz as 250 mil acções postas à disposição do público pelo preço base de 4,900 escudos atingiram um valor médio de apenas 4,927\$80 com um máximo de 15,000 escudos e um mínimo igual ao preço base, ao qual foram vendidas cerca de 90 % das acções. Na operação da Fetal das 125 mil acções colocadas em venda ao preço base de 3,500 escudos, 70%

foram vendidas a este preço tendo o valor médio ponderado se quedado pelas 3,614\$70 e o valor máximo atingido os 7,500 escudos.

Na sessão extraordinária da bolsa de valores do Porto realizaram-se as ofertas públicas de venda das acções das empresas Soja de Portugal, Bortalima, J. Soares Correia e da Oliva.

Destas quatro OPV's a que se destacou foi a da Soja de Portugal, na qual as 63,180 acções colocadas em praça ao preço base de 12,000 escudos, alcançaram o valor médio de 12,712 escudos com um valor máximo de 20,000 escudos e um mínimo igual ao valor base. Apesar do valor médio pouco superior ao preço base, o público revelou uma grande aptência por estes papéis a julgar pelos 44% de pedidos de compra que ficaram por satisfazer.

Na OPV da Bortalima as 68,250 acções, representativas de 30 % do respectivo capital, com um preço base de 3,000 escudos, foram vendidos à média de 3,372 escudos por acção, oscilando desde o preço base até 7,500 escudos, respectivamente importância mínima e máxima da transacção.

A J. Soares Correia colocou à venda 90 mil acções ao preço base de 5,000 escudos, que alcançaram um valor médio ponderado de 5,491 escudos, tendo o valor máximo atingido os 8,000 escudos e o mínimo sido igual ao valor base.

Finalmente, a Oliva - Indústria Metalúrgicas SA, colocou à venda 476 mil títulos ao preço base de 2,000 escudos os quais atingiram o valor máximo de 10,600 escudos, tendo-se o valor mínimo quedado pelo valor base. O preço médio das transacções foi de 2,020 escudos cada, um acréscimo insignificante em relação ao valor base, o que não é alheio ao facto de 90% dos papéis terem sido colocados a este preço. Esta elevada percentagem de títulos vendidos ao preço base permite suspeitar que o sindicato financeiro organizador da venda tenha ficado com grande parte das acções.

ANEXO C

APRESENTAÇÃO DA PERSPECTIVA CONTEMPORÂNEA DOS ACONTECIMENTOS

C.1. INTRODUÇÃO

Do ano de 1982 a meados do ano de 1987 os mercados de capitais em todo o mundo conheceram um crescimento em actividade e em valorização dos papéis, notável a todos os títulos. Um "bull market" na gíria bolsista de Nova Iorque. Falava-se então do "capitalismo popular", isto é, do acesso do pequeno investidor aos mercados de capitais, cumprindo-se assim o principal objectivo destes mercados que é, no fundo, a canalização das poupanças para a máquina produtiva.

Em Portugal, por razões conjunturais que se prenderam com o "rescaldo" do período revolucionário da 2ª metade da década de 70, essa "euforia" bolsista apenas se iniciou no ano de 1986 em paralelo com o próprio ressurgimento do mercado de capitais.

Em Outubro de 1987, esta forma rápida e fácil de obter mais valias, desapareceu. Desapareceu no entanto deixando atrás marcas profundas naqueles que, por desinformação ou por ignorância pura e simples, sofreram considerável erosão nas suas poupanças.

Reportando-nos ao caso português podemos afirmar que a queda abrupta que se seguiu ao 19 de Outubro de 1987 tem causas internacionais mais globais e causas nacionais mais específicas.

Internacionalmente tudo parece indicar, já quatro anos passados, que o que aconteceu em Outubro de 1987 foi uma alteração das expectativas, de muito optimistas para medianas, ligeiramente acima da média dos anteriores 30 anos.

Existiram notícias que escorvaram essa alteração de expectativas. De entre elas destacam-se, sem dúvida, o anúncio em 14 de Outubro, do insucesso do governo dos E.U.A. no combate ao défice do comércio externo que atingiu marca recorde em Agosto desse ano, pelo peso que a economia americana tem no contexto da economia mundial. Também o desacordo entre os E.U.A. e a Alemanha Federal no tocante a taxas de juro parece ter contribuído para a instabilidade que originou a alteração das expectativas referidas.

De entre as causas nacionais mais específicas para a crise bolsista, pode-se hoje afirmar, à distância de mais de quatro anos, que elas se prenderam com ineficiências do mercado português.

O mercado português teve uma envolvente económica e um conjunto de regras de funcionamento que justificam que a subida, antes do crash, tivesse sido bem mais pronunciada que nos outros mercados e depois, razões bem específicas para que a queda tivesse sido tão prolongada, como já foi referido acima.

De facto, analisando a realidade portuguesa antes de Outubro de 1987, verificamos que, ao longo de todo o ano de 1986 e 1987, se deu um assinalável aumento do poder de compra da população, que foi o reflexo natural da melhoria da economia portuguesa.

Este aumento de poder de compra trouxe, associado, um clima de confiança reforçado, em Julho de 1987, com a estabilidade política determinada pela maioria obtida pelo PSD nas eleições legislativas.

Pode-se afirmar que a corrida à bolsa ao longo de todo o ano de 1987 foi, também, uma consequência da falta de agressividade da banca comercial, até então praticamente na mão do Estado, e sem imaginação para criar novos produtos que pudessem atrair o crescimento das poupanças. Esta falta de vitalidade contrastava com a melhoria dos resultados das empresas cotadas, que viram o seu volume de negócios subir animadoramente e os seus lucros crescerem de 1985 a 1987.

Por outro lado, a realidade da "estagnação" do mercado de capitais portugueses ao longo de mais de uma década após a revolução do 25 de Abril de 1974, em contraste com a "euforia" bolsista no exterior desde 1982, deixava antever, para alguns, a possibilidade de mais valias significativas no mercado português.

Finalmente, contribuía para a alta das cotações a recuperação de capitais que se encontravam colocados no estrangeiro, bem como a entrada de capitais estrangeiros que procuravam as "bolsas do futuro".

A par destes aspectos conjunturais que, só por si, não implicariam enviezamentos no comportamento do mercado, outros factos ocorreram que podem justificar comportamentos invulgares das cotações.

Em primeiro lugar, refira-se o exíguo número de empresas cotadas em bolsa e, consequentemente, o reduzido número de títulos existentes no mercado, face ao entusiasmo da procura (apenas 75 empresas cotadas no início de Outubro de 1987).

Depois é necessário referir a existência de regras de funcionamento da bolsa como, por exemplo, a regra dos 20%, que impedia a fixação do efectuado sempre que a oferta não representasse pelo menos 20% das ordens de compra, ou vice-versa, à variação máxima admitida que era de 5%. Esta regra tinha o efeito negativo de permitir a especulação, uma vez que possibilitava o aumento das cotações sem sequer haver transacção, e fomentava a actividade do mercado paralelo.

Com efeito, devido a esta regra, era comum encontrar durante a subida das cotações, títulos que registavam subidas das suas cotações ao máximo permitido de 5 % em dias seguidos, sem que se registasse qualquer transacção, uma vez que o número de títulos disponíveis para venda não chegava a satisfazer 20 % das ordens de compra. Quanto mais aumentava a cotação desses títulos maior era o interesse que suscitavam nos investidores. Porque pelo lado da oferta também havia interesse em que as transacções se realizassem, existiam condições para que as transacções se efectuassem directamente entre vendedor e comprador aos preços indicados, só que sem passar pela bolsa.

Refira-se, também, a existência das OPV's à "holandesa" (em leilão), onde nem sempre havia uma garantia de insenção dos bancos e correctores quanto às ordens recebidas (hipótese de existência de "Inside Trading"), uma vez que eram eles que tinham

o conhecimento dos preços oferecidos e não directamente a bolsa. De facto, as ordens de compra em vez de serem entregues em envelope fechado na bolsa e abertas na véspera da OPV, eram entregues nos bancos e correctores, até 48 horas antes das sessões especiais. Estes, ao elaborarem o mapa dactilografado que entregavam aos responsáveis da bolsa no início da sessão especial, teriam a possibilidade de comunicarem entre si, de alguma maneira, nos dias que precediam as OPV's. Desta forma a formação dos preços para o leilão das acções seria feita, eventualmente, em menos segredo do que seria suposto, existindo suspeitas de que tenham existido fugas de informação para, amigos ou colaboradores mais chegados, a respeito das médias que iriam ser praticadas, possibilitando portanto, bons negócios.

Estas mesmas OPV's poderão ter tido, à altura do "crash", o efeito negativo de mistificar a queda. Com efeito, nessa altura, alguns analistas financeiros, defendiam que as quedas verificadas, que nunca foram abruptas devido à regra dos 5%, eram o reflexo natural dos investidores a realizarem liquidez para acorrerem às OPV's programadas.

Se associármos a todos estes factores a falta de disponibilidade de informação e a hipótese de terem ocorrido à bolsa centenas de milhares de pequenos investidores atraídos pelo lucro fácil, sem possuírem o mínimo de conhecimento, nem das regras de mercado nem do estado de saúde das empresas das quais estavam a comprar papeis de rendimento variável, obter-se-à a mistura explosiva que foi a bolsa de valores em Portugal em Outubro de 1987.

C.2. DESCRIÇÃO DOS ACONTECIMENTOS

No início de Outubro vivia-se, no mundo ocidental, uma grande instabilidade. De facto, por detrás da euforia bolsista que se fazia sentir nas principais praças financeiras, corria um clima de insegurança e ansiedade.

Afirmava-se, então, que a instabilidade cambial que se fazia sentir era a ponta de iceberg dos conflitos entre potências (E.U.A., Japão e C.E.E.), e que, conjuntamente com os défices do orçamento e comércio externo americano, poderiam gerar tensões de resultados imprevisíveis. Portugal, possuidor de uma economia aberta, não poderia escapar a estes resultados. Deste facto havia consciência por entre os analistas económicos.

O clima de confiança doméstico, que o governo afirmava não ter paralelo nos anteriores 20 anos, era o resultado não só da estabilidade política mas também, e sobretudo, do facto de a generalidade dos cidadãos sentirem que o seu poder de compra vinha a aumentar.

A tradução deste aumento do poder de compra não era no entanto favorável, nas contas do governo. De facto, a par do aumento da procura interna, assistiu-se a um crescimento de défice comercial em resultado de um aumento mais que proporcional das importações (30% nos primeiros 6 meses de 1987 face a igual período do ano anterior) relativamente às exportações (apenas 16%, o que no entanto superou as previsões).

A balança de Transações Correntes continuava no entanto positiva em resultado da cobertura proporcionada pelas receitas do turismo, pelas remessas dos emigrantes e pela entrada de capitais estrangeiros.

No que respeita ao mercado de capitais, vivia-se um clima de euforia. As cotações bolsistas cresciam bem mais depressa que os lucros reais das empresas. A constatação deste facto era evidente, tendo certos papéis atingido valores de PER superiores a 100.

Pequenos episódios diários escapavam a qualquer explicação com base na racionalidade dos mercados. De entre estes episódios ressaltam os aumentos das cotações de determinados papéis em percentagens elevadíssimas (por exemplo os 21.5% de aumento de cotação da Caima em apenas uma semana nos últimos dias de Setembro) sem que, para isso, se tenha identificado qualquer dado novo a respeito da economia em geral ou da empresa em particular.

Podem referir-se, também, as diferenças de cotações entre as cautelas e os títulos definitivos tendo estes, relativamente a algumas empresas, atingidos valores superiores ao dobro das cautelas (caso das empresas Caima e Trabalho). No extremo oposto, facto curioso e até inédito, foi o de os títulos definitivos da CISF, a 30 de Setembro, estarem abaixo das cautelas.

A explicação apresentada, à data, para estas anormalias residia sempre no próprio funcionamento das bolsas onde eram apresentadas como perniciosas:

- a limitação máxima da variação das cotações em 5%;
- a regra dos 20%;
- a ausência de cotação em contínuo;
- a dilatação dos prazos de liquidação (resultante da necessidade de liquidação física dos títulos);
- a demora na imobilização dos títulos;

Estas características favoreceram o mercado paralelo que funcionava até à porta da bolsa, tendo chagado a haver sérios rumores de falsificação de papeis.

A esta explicação juntava-se com frequência, a denúncia, que nem sequer era velada, de "inside trading", praticada pelos dirigentes e quadros das empresas, dos bancos, das instituições financeiras e da própria Administração Pública.

Dando mostras de impotência para alterar o sistema, os responsáveis do governo e das bolsas avisavam, repetidamente, a respeito da excessiva sobrevalorização das cotações.

É com este pano de fundo que, nos primeiros dias de Outubro, foi profusamente anunciada uma inundação do mercado de acções devido a uma maior actividade do mercado primário e devido a um número grande de OPV's de empresas de todos os sectores da economia. Estas OPV's vieram a realizar-se em sessões especiais que decorreram em todas as segunda-feiras do meses de Outubro e Novembro de 1987.

Este aumento no número de empresas cotadas na bolsa e aumento do número total de acções existentes, era comentado favoravelmente pelos analistas como forma de aliviar a tensão pelo lado de procura.

No dia 7 de Outubro, quarta-feira, a sessão fechava em baixa pela primeira vez desde o final de Julho tendo, no entanto, sido batido o "record" dos negócios em bolsa com 3.805 milhões de contos negociados, dos quais 3.2 milhões no segmento oficial. Na véspera, dia 6 de Outubro, tinha-se atingido o nível de cotações mais elevado de sempre nas bolsas portuguesas, com o índice BTA da Bolsa de Valores de Lisboa, a atingir o valor de 6,812.7 pontos.

Para trás ficava a semana bolsista de 29/09/87 - 2/10/87 em que se movimentaram, no conjunto das duas bolsas, um total de 13.7 milhões de contos (dos quais 70% na bolsa de Lisboa) a que correspondia uma média diária de quase 3.5 milhões de contos.

A viragem de tendência altista até então verificada, dá-se neste dia 7 de Outubro coincidindo, portanto, com a queda de 91 pontos para 2,455 do índice de Industriais na Bolsa de Nova Iorque, a maior queda até então verificada num só dia.

No resto dessa semana (5 a 9 de Outubro) e em toda a semana seguinte, (12 a 16 de Outubro), a semana que antecedeu a queda generalizada das cotações a nível mundial, o mercado português apresentou flutuações, com variações de pouco significado, sobretudo quando comparadas com as verificadas até então durante

a subida das cotações. Demonstrava, no entanto, tendência para a baixa. Refira-se, que este era também o comportamento das principais praças a nível mundial.

Curiosamente, os comentários dos analistas financeiros, nunca referiram esta tendência mista das praças mundiais, atribuindo antes a razão da estabilização das cotações a dois factores:

- o aumento da oferta nas bolsas portuguesas (que permitiria "equilibrar" os preços);
- a necessidade dos investidores realizarem capital para acorrer às inúmeras emissões e OPV's que iriam decorrer nas semanas seguintes.

De facto eram as OPV's as atracções do momento como demonstrou a sessão de 12 de Outubro, com as OPV da Mota & Cia e dos supermercados Modelo, no Porto, e com as OPV do D. Pedro e da Fiaco em Lisboa, que renderam no total, 15.5 milhões de contos.

A nota mais importante destas quatro OPV's acabou por ser , não os valores atingidos pelos lotes transacionados, mas antes a quantidade enorme de pedidos que ficaram por satisfazer. Os pedidos insatisfeitos foram, por exemplo, de 500 mil contra 300 mil satisfeitos na Mota & Cia e de 400 mil contra 300 mil nos Modelo.

A importância desta constatação prende-se com o montante global de dinheiro que não tinha entrado na bolsa, mas tinha apetência para o fazer, deixando desde logo antever sucessos similares nas OPV's seguintes. Estes sucessos eram, no entanto, ensombreados

pelas contestações à forma como as OPV`s eram conduzidas, ganhando relevo a acusação de "inside trading" pelas razões já apontadas acima.

Na terça-feira 13 de Outubro ocorreram dois factos que, embora por razões distintas, acabaram por condicionar o comportamento das bolsas portuguesas nas semanas subsequentes.

O primeiro foi a abolição da regra dos 20%. A eliminação desta regra motivou, neste dia, um movimento que bateu todos os recordes ficando a constituir o máximo absoluto transacionado nas bolsas portuguesas num só dia (5.411 milhões de contos dos quais 4.913 milhões foram transacionados na Bolsa de valores de Lisboa).

A sessão desse dia terminaria, por este facto, às 22 horas, mais sete a oito horas do que é habitual.

O segundo facto ocorreu ainda a sessão não tinha encerrado e foi a entrevista concedida pelo Prof. Cavaco Silva ao programa Primeira Página da RTP, em que aquele responsável proferia a célebre frase de que " havia muita gente que comprava gato por lebre na bolsa".

Esta atitude de alerta por parte dos responsáveis do Governo voltou a manifestar-se, três dias mais tarde, na cerimónia de tomada de posse do novo presidente de bolsa, Dr. Alvaro Dâmaso. Nesta ocasião, o Ministro das Finanças, Dr. Miguel Cadilhe, referiu que os preços das acções estavam demasiados altos, considerando exis-

tirem "abusos de confiança, temeridade, desinformação e especulação", que poderiam destruir o edifício de confiança que tinha sido difícil de construir.

Um pouco a dar resposta a estas inquietações os analistas financeiros encontravam nas baixas verificadas durante a semana bolsista (13 a 15 de Outubro), uma concentração dos investidores nos bons títulos, aqueles que se consideravam mais seguros.

Na imprensa desse fim-de-semana, toda a explicação da estabilização das cotações com tendência para a baixa do mercado português, era fundamentada no aumento da oferta, proporcionada pelo fim da regra dos 20% e pela necessidade de liquidez do investidor para acorrer às OPV's e à grande actividade do mercado primário. Com efeito, até ao deflagrar da crise, ninguém comentava os efeitos adversos da eventual alteração de estado de confiança, motivado pelas declarações dos responsáveis governativos. Igualmente, ninguém fazia referência aos eventuais efeitos de contágio face à instabilidade, e mesmo queda, de determinadas bolsas internacionais, como por exemplo, a bolsa de Nova Iorque.

Entre os analistas do mercado, reunia consenso a ideia de que a bolsa tinha começado a "separar o trigo do joio", e daí para a frente a selectividade, passaria a ser regra.

Na segunda-feira 19 de Outubro, dia do "crash" em todas as praças mundiais, não houve sessão normal de bolsa no mercado português. Houve sim uma sessão especial em que foram realizadas cinco ofertas públicas de venda, três no Porto e duas em Lisboa. Estas

OPV's, profusamente anunciadas na imprensa diária nas duas semanas anteriores, foram um sucesso. Esgotaram-se rapidamente atingindo valores médios dos preços de venda muitos altos.

Mais uma vez, nestas OPV's, talvez ainda mais espantoso que os preços atingidos foram as percentagens de ordens de compra que ficaram por satisfazer.

De novo, este montante de dinheiro que não tinha entrado na bolsa, mas que estava disponível para fazê-lo, deixava antever, caso não houvesse alteração das expectativas dos investidores, bons resultados para as seguintes OPV's e subscrição de acções naquela praça.

Ao mesmo tempo que estas OPV's registavam tão grande sucesso, as principais praças mundiais das quais destacamos Singapura, Hong-Kong, Bélgica, Holanda, Alemanha, França, Reino Unido e E.U.A., caíam dramaticamente. Era o início do "crash" de Outubro de 1987, ficando esta segunda-feira dia 19 a ser conhecida por "Black Monday", nome surgido na bolsa de Nova Iorque onde se verificou a maior quebra de cotações ao longo do dia (22.6%).

É interessante, no entanto, assinalar que, tal como nos recorda Roll, a grande quebra do dia 19 não se iniciou em Nova Iorque porquanto, quando esta praça abriu já as bolsas da Ásia (excluindo o Japão) tinham iniciado um severo declínio que se tinha já propagado, primeiro, aos mercados europeus desde a hora da sua abertura.

No entanto o mesmo autor reconhece que, apesar de não ter sido o mercado dos E.U.A. que iniciou a queda em 19 de Outubro, há a possibilidade de ter sido a queda experimentada por aquele mercado na semana anterior, que tenha motivado a abertura em tão forte queda nas praças asiáticas, não japonesas, nessa segunda-feira.

Ao contrário do que muitos pensavam, a Bolsa de Lisboa apesar de não estar internacionalizada pelo lado da oferta, reagiu com rapidez aos fenómenos externos que afectaram os mercados internacionais. De facto o sector accionista do mercado secundário da Bolsa de Valores Portuguesas experimentou uma forte quebra, logo na terça-feira 20 de Outubro, com praticamente todos os papéis a caírem ao máximo permitido, isto é, 5%. Nem mesmo aqueles papéis que há altura começavam a grangear a reputação de "blue-chips" como a Marconi, Císf, Caima e Inapa foram poupados.

Na imprensa do dia seguinte as opiniões não convergiram. Enquanto uns atribuíam a queda a uma mistura dos três factores:

- i) Influência de exterior, através das notícias que chegavam aos investidores nacionais sobre o desenrolar das actividades nos mercados internacionais;
- ii) Necessidade de liquidez dos investidores para concorrer às OPV's que se iriam realizar;
- iii) Onda de receio junto dos investidores causadas pelas afirmações públicas de altos responsáveis como sejam, o Primeiro-Ministro no dia 13 e o Ministro das Finanças e o novo Presidente da Bolsa de Lisboa na cerimónia de tomada de posse deste último no dia 16.

Outros afirmavam que os dois primeiros factores não teriam grande influência, remetendo a responsabilidade da queda só para a onda de receio e desconfiança motivada pelas declarações dos responsáveis governamentais. Os que partilhavam desta opinião, justificavam que a situação internacional agravada pela "segunda-feira negra" só no dia seguinte, 21 de Outubro, deveria reflectir-se, dada a morosidade com que se processava a entrada de ordens.

Nenhum analista financeiro atribuía a queda das cotações, à intervenção directa dos investidores estrangeiros, como forma de realizarem capital para saldarem eventuais posições em outros mercados. A este respeito é interessante notar a pressa de alguns corretores em afirmar que os investidores estrangeiros não tinham qualquer posição de venda. Ficará sempre a dúvida, dada a ausência de registos de confirmação. Evidentemente que os investidores estrangeiros cujo capital global nas bolsas portuguesas, segundo estimativas não oficiais, rondavam os 60 milhões de contos, poderiam ter vendido as suas posições através de outras sociedades financeiras e não através de correctores. No entanto também esta possibilidade não pode ser confirmada dada a ausência de informação sobre o assunto.

De toda a maneira não parece razoável que o pequeno investidor tenha ocorrido logo à bolsa na terça-feira, dia 20, a vender, quando a maioria só tomou contacto, nesse dia, com a forte quebra ocorrida nas outras praças, através da imprensa. Acresce que mesmo que o fizesse, o sistema de processamento das ordens não permitiria a sua efectivação para esse dia.

Além disso parece pouco crível que o comum dos investidores nacionais tivesse a noção de globalização do mercado para antever logo a tragédia no mercado português, após o primeiro dia de queda do mercado mundial. A maioria dos analistas referia que a situação não era alarmante e que não passava de uma crise temporária. A reforçar esta ideia encontramos ainda o argumento de que a maioria dos investidores poderiam sofrer algumas perdas sem alarmes face às mais-valias realizadas no passado recente.

Na quarta-feira 21 de Outubro, o sector accionista do mercado secundário português continuou, e até agravou, a queda iniciada no dia anterior. No entanto, dada a regra dos 5%, no somatório dos dois dias, a queda do mercado não chegava a totalizar os 10%, o que era ainda uma quebra suave quando comparada com a maioria das bolsas internacionais. Ainda devido à existência desta regra, começava a sentir-se uma diminuição do volume de negócios dada a impossibilidade de se fazer o encontro entre a oferta e a procura.

O mercado primário, pelo seu lado, continuava a dar sinais de grande vitalidade, com a subscrição pública de 62,500 acções da Gregório & Companhia, iniciada e esgotada rapidamente nesse dia, ao preço de emissão de 3,000 escudos. Também o anúncio de novas OPV's parecia não se ressentir com as más notícias do mercado secundário sendo anunciadas novas operações para as semanas seguintes.

Ao fim do terceiro dia consecutivo de queda das cotações, começava a surgir a opinião de que as cotações começavam finalmente a entrar dentro dos parâmetros razoáveis, o que levaria à reentrada dos compradores, principalmente institucionais. Esta opinião parecia ser apenas fundamentada na intuição, não sendo avançada qualquer justificação para tal intuição.

No entanto logo no dia seguinte, sexta-feira 23 de Outubro, dá-se a reentrada no mercado dos Fundos de Investimento Mobiliário e de diversas instituições financeiras. Esta entrada foi selectiva, tendo sido procuradas apenas algumas acções, que eram consideradas na altura "blue-chips".

Esta intervenção que, segundo alguns observadores da altura, iria permitir se não recuperar pelo menos estabilizar as cotações das acções das empresas em melhores condições económicas e financeiras, não impediu que, ainda nesse dia, a bolsa sofresse acentuada queda com o índice BTA a cair 4.72%.

O índice BTA ao fim das quatro sessões dessa semana averbava uma quebra de 16.5% (iniciou a semana em 6,713 pontos finalizou-a em 5,606 pontos). Os montantes transacionados nas duas bolsas, em termos globais, somavam apenas 7.7 milhões de contos, o que era um volume bastante aquém do que se tinha apurado em semanas anteriores (de recordar que, só no dia 13 de Outubro, se tinham transacionado 5.411 milhões de contos).

Alheio a isto tudo, o mercado primário continuava a dar sinais de grande vitalidade com o anúncio de mais e mais subscrições públicas de Acções. No campo das OPV's registava-se igualmente

uma actividade febril, com um número crescente de empresas a declararem a sua intenção de abrir o capital à bolsa através de operações deste tipo.

Na imprensa não especializada começava a aparecer alguma preocupação tecnicista, começando-se a encontrar afirmações sobre os preços exorbitantes atingidos com recurso a indicadores, como por exemplo, o PER. Vinham assim, pela primeira vez ao grande público, informações como a de que antes do início dessa semana existiam cerca de 30 empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa com PER superior a 100 relativamente aos resultados de 1986. Argumentava-se, ainda, que esse valor deveria estar entre os 10 e os 20, para alinhar em valores comuns noutras praças.

Na segunda-feira 26 de Outubro, isto é, passado uma semana da "segunda-feira negra" as principais bolsas financeiras mundiais, Nova Iorque, Hong Kong, Tóquio, Londres e Paris voltavam a registar fortes baixas.

Em Nova Iorque, após uma semana de recuperação da baixa registada nos dias 19 e 20, as cotações voltavam a repetir praticamente os mesmos valores desses dias.

Na Europa e na Ásia, as cotações atingiram valores ainda mais baixos na segunda-feira 26 de Outubro do que na segunda-feira anterior.

De entre todas as quedas ocorridas neste dia, sobressaiu a bolsa de Hong Kong, onde as sessões estiveram suspensas durante toda a semana após a forte queda verificada na sessão da "segunda-feira

negra". A quebra, nesta praça, foi, no dia 26 de Outubro, de 33.5%, tendo o índice Hang Seng fechado a 2,236 pontos (contra 3,362 na segunda-feira anterior).

Por cá, esta segunda-feira ficou assinalada pela tomada de posse do Dr. Pires de Matos no cargo, recém criado, de Auditor-Geral do mercado de títulos, do qual já muito se tinha falado e mais se viria ainda a falar. Na cerimónia da tomada de posse o Ministro das Finanças comentava as quebras das cotações até aí verificadas, como um "salutar deslocamento da tendência" dizendo ainda que as quebras eram um típico ajustamento dos preços.

Na Bolsa de Valores de Lisboa, teve lugar mais uma sessão especial. Aí foram realizadas quatro OPV's - SPC, Vasco da Gama, STE e Valouro.

O sucesso destas quatro OPV's, ainda que atingindo valores mais comedidos que as realizadas na segunda-feira anterior, suscitava o comentário generalizado de que a crise de confiança não afectava as OPV's.

Mas nem só as OPV's davam sinais de dinamismo, também o mercado primário continuava activo tendo a Grão-Pará colocado uma subscrição pública de 250 mil acções ao preço de emissão de 4,000 escudos. A Inforgal marcava uma subscrição de 50 mil acções, ao preço de cinco contos, para os dias 28, 29 e 30 desse mês e a Sopol marcava a subscrição de 70 mil acções ao preço de 3 contos para os dias 2 e 3 de Novembro.

Na primeira sessão normal da semana, terça-feira 27 de Outubro, o segmento accionista do mercado secundário prosseguiu a queda iniciada na semana anterior, voltando a maioria dos papéis a registarem recuos, grande parte dos quais ao máximo permitido de 5%.

A este respeito, o Presidente da Bolsa de Valores do Porto que completava um ano no cargo, conotava de irracional a descida dos preços da mesma forma que tinha sido irracional a subida. A justificação para tal afirmação era que o mercado não poupava nenhuma empresa na queda, da mesma forma que também não tinha sido selectiva aquando da subida.

Assinalável foi a recuperação dos montantes transaccionados que ultrapassaram largamente os 2 milhões de contos, após uma semana com montantes baixos.

Enquanto isto, as duas OPV marcadas para a Bolsa de Valores do Porto, a da Vista Alegre e a da Cabelte, registavam considerável sucesso, tendo as acções sido absorvidas rapidamente pelo mercado, a preços médios que mais do que duplicaram os preços base.

Aproveitando o interesse que o mercado demonstrava por este tipo de operações, novas empresas continuavam a aderir a esta forma de abrir o seu capital ao público, atraídas pelos encaixes proporcionados, aparecendo por isso todos os dias, novos anúncios de operações a realizar.

Esta terça-feira era o quinto dia de quebras consecutivas nas bolsas de valores portuguesas, cifrando-se já em 20% a depreciação sofrida pelos títulos.

Até ao fim dessa semana, dia 30 de Outubro, a bolsa portuguesa continuou em queda, com cerca de 80% dos papéis a baixarem de cotação.

A cerca de duas semanas da "segunda-feira negra", nesta sexta-feira 30 de Outubro, ainda a queda da bolsa era explicada por alguns analistas financeiros como sendo a consequência da:

- inquietação gerada pela instabilidade vivida a nível internacional;
- das declarações dos responsáveis políticos;
- da onda de liquidações necessárias à obtenção de liquidez para acorrer às OPV's.

Portanto, estes analista atribuíam à crise internacional dos mercados apenas um efeito indirecto no mercado português, sem ser entendido o cariz verdadeiramente global dos mercados, isto é, apenas consideravam o efeito de condicionar as expectativas dos agentes no mercado português. Não era dado relevo à possibilidade de investidores ou instituições estrangeiras, venderem em Portugal, para regularizarem posições em outros mercados.

Com efeito, após uma primeira reacção de alguns correctores, logo no dia 20 de Outubro, declarando que não havia ordem de venda por parte dos investidores estrangeiros, nunca mais esse assunto foi aflorado.

No entanto, havia responsáveis por investidoras institucionais portuguesas que acreditavam que os investidores estrangeiros teriam tido grande parte das responsabilidades pela quebra das cotações verificadas, ao venderem grande parte das suas posições. Acrescentavam, inclusivamente, a possibilidade de ter havido uma movimentação de dinheiro dos pequenos investidores, mal informados, para os grandes investidores estrangeiros. Esses mesmos responsáveis acreditavam que, a partir de então, os investidores estrangeiros, passariam a ser menos determinantes no curso dos acontecimentos, no mercado português, uma vez que, praticamente, já teriam abandonado o mercado.

As opiniões eram, então, que o mercado estaria prestes a virar, porquanto as cotações de determinados títulos já estariam a preços razoáveis e a tendência seria para a subida. Esta ilação era tirada a partir do conhecimento de que a conjuntura económica era favorável, uma vez que, no terceiro trimestre desse ano, a actividade económica tinha atingido o ponto mais alto de expansão dos últimos tempos.

Apesar de se prever uma evolução mais lenta para o 4º trimestre de 1987, com os empresários a apontarem para um abrandamento da actividade produtiva e da procura interna, em resultado da crise internacional, havia a convicção mais ou menos generalizada de que o bom momento que determinadas companhias atravessavam justificaria a travagem da queda e sua subsequente valorização.

Por outro lado, a argumentação de que parte da crise do mercado português era explicada pelo abandono de posições, tendo em vista a obtenção de liquidez para acorrer às OPV's, associada aos

aparentes bons resultados obtidos pelas operações realizadas no início da semana nas praças de Lisboa e do Porto, levavam esses mesmos analistas a antever um novo sucesso nas OPV's a realizar na segunda-feira seguinte. Estas oito OPV's a realizar, profusamente anunciadas ao longo de toda a semana eram, assim, aguardadas com alguma expectativa, não pelo receio de insucesso, mas antes pelo aumento de oferta que a sua dimensão vinha proporcionar.

No entanto a realidade foi diferente na sessão especial da segunda-feira seguinte, dia 2 de Novembro. As oito ofertas públicas de venda, num total de 1,225 milhões de acções alienadas pelas empresas Erg, Ariston e Copam em Lisboa e Construtora do Tâmega, Vilatextil, Oliveira e Ferreirinhas, Petróleo Alfa e Veldec no Porto proporcionaram um encaixe de 6.7 milhões de contos. Este montante correspondia apenas a 1.25 do total que as operações renderiam se todas as acções tivessem sido alienadas ao preço base.

Pela primeira vez, desde Julho de 1987, o preço mínimo de compra igualou o preço base. Todas as acções foram, contudo, colocadas no público.

Em consequência deste pior resultado, na quinta-feira 5 de Novembro, uma empresa decide suspender uma OPV, adiando assim a abertura dos seus capitais ao público. Essa empresa foi a Estaco, tendo a administração suspenso a OPV das 135 mil acções já autorizada com o argumento de que "o momento não é oportuno", em clara alusão ao "insucesso" registado nas OPV's da segunda-feira anterior, face ao que vinha sendo hábito.

Se o momento não era bom para as OPV's, no mercado secundário a situação não era melhor. Acumulava-se já uma quebra de 45% desde o "crash" até ao dia 5 de Novembro (inclusivé). De facto, a contínua quebra das cotações ao máximo permitido de 5%, que levava ao bloqueio do mercado em consequência da ausência de comprador gerava, à altura, uma situação de séria preocupação entre os investidores, em especial no Norte, onde começavam a ser frequentes cenas de desespero à porta dos corretores.

Além disso, a reforçar o clima de falta de confiança, concorria o facto de, nas poucas subidas que se verificaram, cerca de dezena e meia por sessão, não se encontrarem sequer os títulos considerados selectivos.

Mesmo os pequenos investidores mais avisados tinham poucas hipóteses de segurar os seus investimentos na bolsa através da compra de títulos considerados mais seguros porquanto estes des-
ciam, em contraste com outros de menor credibilidade.

Em relação às subidas destes últimos suspeitava-se, à altura, que elas eram o fruto da influência, se não das empresas, pelo menos de alguns dos principais accionistas, cuja intervenção no mercado manipulava as cotações. Desta forma, a melhoria não correspondia a uma tendência real do mercado, mas antes espelhava a tentativa dessas empresas de manterem os preços a níveis considerados por elas aceitáveis, se bem que de forma artificial.

Também no que respeita aos fundos de investimento as coisas não iam melhor. O Fundo Unifundo e o Fundo Valor Mais suspendiam os resgates das suas unidades de participação alegando tratar-se de "uma tentativa para proteger os participantes que não pediram o reembolso das UP's, de virem a suportar as mais-valias obtidas pelos investidores que o fizeram".

Neste ambiente de desconfiança e incerteza de novo surgiram, como já tinham acontecido aquando da subida do mercado, "fenómenos" bolsistas que a lógica não consegue explicar. Estão nesta situação as subidas da cotação das acções nominais da Sopete e Estoril enquanto as acções ao portador desciam, tendo as primeiras encerrado a cotações mais altas que as segundas.

Seguindo o exemplo das Cerâmicas Estaco, a Renova anunciava o cancelamento da sua OPV de 300 mil acções, alegando que na conjuntura que se vivia as prespectivas de mais-valias já não eram as esperadas. Paralelamente havia rumores de que alguns bancos já estariam a abandonar os sindicatos que tomaram firme as operações, pelo que, se o clima bolsita não se alterasse, as OPV's iriam cessar.

Apesar de tudo, a "febre" das OPV's parecia não ter ainda acabado, continuando a ser noticiadas diáriamente novas empresas que aderiam a este tipo de abertura do capital ao público. Devido a atrasos relacionados com as novas regras que balizavam este tipo de operações, assistia-se, no entanto, ao adiamento de algumas OPV's como foi o caso da Conduril e da Soja de Portugal, cujas operações, após já estarem marcadas para a segunda-feira seguinte, acabaram por ser adiadas para o dia 13 de Novembro.

Seguindo o exemplo dos fundos Unifundo e Valor Mais, que tinham suspenso os resgates das unidades de participação na véspera, era agora a vez do fundo Invest tomar tal decisão. Estes congelamentos dos resgates das participações dos fundos, davam uma das ultimas "machadadas" na confiança dos pequenos investidores, porquanto, tinha sido apregoado ao longo de 1986 e 1987, inclusivamente pelo governo, que os fundos de investimento ofereciam a máxima segurança, visto que eram geridos por pessoas de reconhecido mérito.

Certos círculos financeiros começavam a considerar que a atitude do Governo, dos bancos e de alguns investidores privados era a "estratégia da avestruz", poisque, apesar da queda continuada e pronunciada das cotações, ninguém responsável tinha aparecido a propor medidas concretas e imediatas para lhe pôr fim. Segundo esses círculos essa atitude era tanto mais irresponsável quanto a crise de confiança que afectava a bolsa, mais tarde ou mais cedo, haveria de reprecutir-se na esfera económica e política. A falta de confiança generalizada na Bolsa acabaria por ter reflexos negativos na imagem do executivo, dada a incapacidade com que o governo ficava de levar a cabo as privatizações em Portugal, conforme prometido, sem que estas fossem vendidas ao desbarato.

Apesar de toda esta argumentação, alguns analistas económicos continuavam a emitir a opinião de que os investidores institucionais não deveriam intervir para segurar as cotações devendo, isso sim, funcionar como estabilizadores naturais do mercado, comprando na baixa e vendendo na alta.

Dentro desta lógica, os referidos analistas argumentavam que os investidores institucionais apenas deveriam comprar a preços sustentáveis a médio prazo em bases sãs, sob pena de comprometerem a sua viabilidade. A este respeito era referido que, apesar da erosão das cotações de quase 50% verificada ao cabo de 12 sessões consecutivas em baixa, a maioria dos papéis encontrava-se ainda a valores substancialmente superiores aos registados no final de Julho, ou seja, duas semanas depois das eleições.

Esta sugestão, de que as cotações dos títulos, eventualmente ainda estariam elevadas, era reforçada, por exemplo, por análises dos PER que apontavam um valor médio superior a 30, no mercado português, face a valores julgados correctos internacionalmente, à volta dos 15.

É neste ambiente de "prós e "contras", que o executivo, através do Ministro das Finanças, decide um conjunto de medidas regularizadoras do mercado, das quais se destaca a abolição do limite da taxa de variação de 5%, anunciando a sua implementação para a quinta-feira seguinte.

Três semanas após a "segunda-feira negra", em sessão especial da Bolsa de Valores de Lisboa, da segunda-feira 9 de Novembro, verificava-se o primeiro reconhecido fracasso de uma sessão de Ofertas Públicas de Venda. Com efeito, pela primeira vez na história das OPV's efectuadas na praça de Lisboa, uma parte das acções em leilão da empresa Persuínos, ficavam por colocar. A outra OPV, a da Time-sharing, conseguiu colocar todas as acções ainda que a grande maioria tenha sido vendida ao preço base.

Fenómeno idêntico só se registara, uma outra vez, em 19 de Junho desse ano, com a OPV da Mabor realizada no Porto, mas cuja explicação parecia ser bem diferente. De facto, essa OPV realizou-se no dia a seguir às eleições, tendo as ordens de compra sido entregues nos bancos e correctores, no período de grande expectativa que antecedeu essas eleições.

As razões que justificaram o fracasso desta operação da Persuínos residiam, no entender dos analistas, na própria fase negativista do mercado, receando-se que o mesmo fracasso se viesse a verificar em futuras OPV's.

A reforçar o clima negativista, mais uma sociedade, a terceira, anunciava a suspensão da sua oferta pública de venda. Desta feita era a Jomar cuja oferta de 300 mil acções estava aprazada para o dia 23 desse mês.

Na terça-feira 10 de Novembro, a bolsa de valores registava o mais baixo volume de negócios desde o dia 31 de Julho com uma importância total de 641 mil contos, correspondente a pouco mais de 180 mil títulos transaccionados.

Este acontecimento traduzia bem a enorme expectativa de todos os investidores face à implementação da variação livre das cotações na quinta-feira seguinte, que teria como dia de adaptação a quarta-feira (portanto o dia seguinte) no qual as cotações poderiam variar 20%.

terior, aquando da reunião do Conselho Nacional de Bolsas, após as medidas tomadas pelo executivo tendo em vista a regularização do mercado.

Esta previsão do titular da pasta das Finanças recebeu neste dia uma forte crítica da oposição, pelo próprio Secretário Geral do Partido Socialista na altura, Dr. Vítor Constâncio, acusando o governo de proceder à socialização dos prejuízos, ao dar indicação aos bancos para intervirem no mercado. É que segundo algumas fontes, o Ministro das Finanças, na comunicação que teria enviado por escrito às instituições financeiras dando conta das medidas tomadas no Conselho Nacional de Bolsas, teria chamado à atenção de que a função dos investidores institucionais era a de fazer bons negócios, comprando na baixa e vendendo na alta, pelo que seria a altura daquelas instituições intervirem. Desta forma, não se trataria tão sómente de uma previsão, mas antes de uma indicação expressa.

Na realidade tudo indica que nenhuma instituição financeira (pública ou privada) teria recebido qualquer instrução, ou pressão, para intervir no mercado a segurar as cotações. De facto o que parece ter acontecido foi que, a partir do momento em que a variação das cotações passou a ser livre e as compras das acções deixaram de contar para os limites de crédito, os bancos e as seguradoras, passaram a poder tentar comprar acções na bolsa a preços vantajosos.

Fosse como fosse, a realidade foi que nesse dia, se sentiu o mercado virar, devido à efectiva intervenção destes investidores, que teve a virtude de deter a queda generalizada dos preços que

se tinha vindo a verificar. Com efeito pela primeira vez, desde a "segunda-feira negra", o índice BTA registava um ganho (de 3,423.3 para 3,549.8 pontos).

O volume de negócios foi reduzido (719,381 contos), devido à disparidade entre as ordens de compra e de venda, motivada pela ausência de pontos de referência neste primeiro dia de variação livre das cotações. A par destas disparidades em grande parte dos papéis, outros houve, nos quais foi possível fazer o acerto entre comprador e vendedor apesar das variações em relação ao dia anterior terem registado amplitudes fora do vulgar. Estiveram nesta situação, os títulos da Celulose do Caima e da Novemba, com uma quebra de 50% e da Amieiros Verde no sentido oposto com uma apreciação de 70%.

No final da sessão, muitos dos papéis que baixaram ficaram ainda com posição de comprador, o que foi entendido como um sinal positivo pois acontecia pela primeira vez desde a "segunda-feira negra".

No exterior, as praças de Nova Iorque e Londres registavam ganhos de, respectivamente, 3.58% e 3.86%, em resultado de um clima de optimismo despoletado pelo conhecimento de um défice comercial mais baixo (14 milhões de dólares, menos 1.7 milhões que o mês precedente) e por notícias indicando progressos nas conversações sobre o défice orçamental dos Estados Unidos. Apesar das subidas registadas neste dia, nesses mercados, continuava-se a verificar uma grande instabilidade nas cotações, ora subindo ora descendo,

com o sentido da variação directamente ligado às notícias, ou até mesmo a rumores, relativos ao progresso das negociações com vista à redução dos défices comercial e orçamental dos Estados Unidos.

Na sexta-feira 13 de Novembro, a tendência verificada no dia anterior era reforçada com uma subida generalizada das cotações, tendo o índice BTA se valorizado 7.25%, para 3,807.3 pontos.

Com estes dois dias consecutivos de subida, a nota dominante começava a ser a confiança, acreditando-se que, em consequência da liberalização das variações, o mercado tinha reagido. Afirmou-se também que, daí para o futuro, quem quizesse investir na bolsa teria de fazê-lo com mais conhecimento das empresas em que iria apostar.

Um aspecto importante que cada vez mais a se tornava notório, era o ressurgimento do sector obrigacionista do mercado secundário. Os títulos de dívida mostravam assim, a virtude de funcionarem como esteio de segurança para impedir situações gravosas, derivadas de imprevistos em que se juntam, muitas vezes, factores alheios à saúde das empresas.

Para a sessão especial da segunda-feira 16 de Novembro, estavam marcadas quatro OPV's, tendo-se apenas realizado uma, a da Estamparia Império. Nesta OPV, a grande maioria dos títulos (81%) foram transaccionados ao preço base.

O aspecto mais marcante desta OPV foi, no entanto, o facto de ela ter sido a primeira já regida pelas novas regras, determinadas para este tipo de operações, pelo Conselho Nacional de Bolsas.

Dentro destas regras destacavam-se, a fixação do preço base pelo Auditor Geral de Títulos e a entrega das ordens de compra, pelos investidores, directamente nos escritórios da Bolsa de Valores onde se realizava a operação.

Esta última regra, tinha sido justamente criada para proteger os investidores do "inside trading" possibilitado pela anterior norma de funcionamento, em que os pedidos de compra eram entregues nos correctores. O facto de nesta operação, os investidores terem, uma vez mais, entregue os pedidos como até aí nos correctores, não tendo sido entregue uma única ordem directamente na bolsa, só poderá ser explicado por ignorância ou má informação do investidor. Esta atitude do público levou o presidente da Comissão Directiva da Bolsa de Valores do Porto, Dr. Veiga Anjos, a manifestar publicamente a sua desilusão com o sucedido.

Na primeira sessão normal dessa semana, sessão de terça-feira, as bolsas de valores mantiveram a subida iniciada na quinta-feira anterior, tendo a generalidade das cotações recuperado.

Talvez a nota mais saliente desta sessão tenha sido o facto de as variações dos preços terem, ainda, atingido valores perfeitamente anormais. Este facto é tanto mais de realce quanto, por exemplo, as acções da Caima se apreciaram em 40% enquanto, duas sessões antes, tinham caído 50%. Estas variações das cotações sem justificação aparente, deixavam antever que as cotações estavam ainda longe de estar estabilizadas, apesar das opiniões tranquilizantes de alguns analistas financeiros.

A sessão da sexta-feira dessa semana, dia 20 de Novembro, fechava em alta, tendo-se as cotações apreciado todos os dias durante esta semana. Há já seis sessões que o mercado registava subidas nas cotações, pelo que a confiança começava a ser uma realidade, apesar de ainda envolta num ambiente de receio cauteloso.

Este ambiente de receio podia ser testemunhado pelo reforço da apetência dos investidores pelo sector obrigacionista do mercado secundário, tendo o volume de negócios no papel de rendimento fixo atingido quase os 11% do mercado. Esta procura das obrigações era explicada pelo facto de estes papéis poderem funcionar como uma espécie de seguro de colocação de capitais.

O aspecto preponderante da semana foi, no entanto, o desacerto entre comprador e vendedor, que levou na prática a um bloqueamento parcial dos negócios, situação idêntica à vivida no anterior período de variação máxima de cinco por cento, embora motivado por causas diferentes. Em resultado deste desencontro, o volume de transacções continuava a ser baixo, sendo possivelmente este o único indicador, de que a tão almejada estabilidade não tinha, ainda, sido atingida.

Os rumores de que as cotações ainda estariam altas, eram acalentados por estudos efectuados por alguns analistas, que revelavam valores próximos dos 40 para o PER médio de portfolios de títulos do mercado.

Estes valores, ainda que significativamente inferiores aos obtidos com as cotações antes da "segunda-feira negra", que chegavam a ultrapassar os 60, estavam ainda muito longe dos 15

para as empresas industriais e do limite máximo de 20 para as empresas do sector financeiro, ambos preconizados pelos analistas dos mercados internacionais. Na altura, ninguém parecia ainda acreditar, que tais critérios pudessem vir a ser aplicáveis às bolsas nacionais.

Os rumores que começavam a circular sobre a possibilidade dos investigadores estrangeiros regressarem à bolsa portuguesa, deixavam transparecer uma consciência generalizada de que esses mesmos investidores teriam, entretanto, conseguido liquidar as suas posições no mercado português. Associado a estes rumores, existia a ideia, de que grande parte das transacções se poderiam vir a verificar fora de bolsa, utilizando, porventura, o mesmo canal que teriam utilizado para saírem, após o "crash" de Outubro.

Paralelamente, constava, que o governo pretendia tomar medidas tendentes a disciplinar a intervenção dos investidores estrangeiros nos nossos mercados. Estas medidas visariam limitar as compras e vendas destes investidores, às operações em Bolsa, evitando assim a negociação de grandes lotes "fora de Bolsa".

Durante esta semana o Ministro das Finanças, em reunião efectuada sob a égide da CIP, com as empresas cotadas na bolsa, deu conta da proposta de lei do Orçamento de 1988 para a tributação fiscal, quer das OPV's, quer das mais valias realizadas em operações de bolsa. Desta forma, ficavam de uma vez por todas esclarecidas as dúvidas que tinham surgido, já há algum tempo, entre os responsáveis de algumas das empresas que, tendo já realizado OPV, ou sendo candidatas à realização de OPV's, receavam que os

benefícios fiscais previstos não se concretizassem. O Ministro esclarecia assim que, as acções vendidas em OPV's realizadas em 1987 ou que tivessem sido requeridas nesse ano e se realizassem em 1988 antes da data de entrega da declaração da então contribuição Industrial, teriam acesso aos benefícios fiscais, desde que concretizassem, até à mesma data, um aumento de capital através de subscrição pública. O titular da pasta das Finanças esclarecia ainda que a tributação das mais valias realizadas em operações de bolsa ficariam adiadas para 1989. Por último, o Dr. Miguel Cadilhe, referia o carácter transitório que preconizava para o Auditor Geral de Títulos, cuja existência se teria apenas justificado pela conjuntura vivida no mercado até aí.

Com os esclarecimentos sobre os benefícios fiscais e a recuperação verificada no mercado secundário, todas as atenções estavam na altura viradas para as sete OPV's que se iriam realizar na segunda-feira seguinte, num total de 1.122 milhões de acções. Era entendido que o "regresso" em força destas operações ao mercado estava dependente dos resultados que viessem a ser obtidos nestas operações.

Os resultados obtidos nessas sete OPV's, realizadas na sessão especial de segunda-feira 23 de Novembro, foram muito pouco encorajadores. A percentagem elevada de títulos vendidos ao preço base em praticamente todas as OPV's realizadas nesta sessão especial, permite suspeitar que os sindicatos financeiros organizadores, tenham ficado com grande parte das acções.

Na primeira sessão normal dessa semana, a da terça-feira 24 de Novembro, o mercado caíu. Após seis sessões de subida consecutivas o mercado voltava a apresentar tendência negativa com a maioria das acções cotadas a sofrer depreciações.

Ao que tudo indica, os grandes responsáveis desta queda foram os investidores institucionais que, tendo começado a liquidar as suas posições passada apenas uma semana e meia da sua entrada, não permitiram consolidar o clima de confiança que se começava a criar. Para não consolidar o clima de confiança contribuiu também a continuação da preocupante falta de liquidez e as oscilações absurdas das cotações como foi o caso, neste dia, das acções da Solidal e das acções da Porto de Cavaleiros. No primeiro caso as acções perderam 52.9%, enquanto no segundo caso as acções ganhavam 78.57%, vindo-se a cotar (6,250\$00) praticamente ao mesmo preço de duas sessões antes (6,300\$00) após ter perdido na sessão anterior 44.44% (para 3,500\$00).

A queda do mercado deste dia, apesar de não ter sido significativa (apenas 1.99%), marcou o início da queda isolada da bolsa portuguesa em relação às restantes bolsas (ver capítulo 4). Esta caminhada solitária, ainda que com oscilações, levaria a bolsa a atingir o seu mínimo após o "crash", sómente um ano após essa data. Esse mínimo já tinha sido atingido nas restantes mercados onze meses antes.

O aspecto mais marcante deste dia foi, sem dúvida, a noção de impossibilidade de contrariar o percurso dos acontecimentos pois que, após tudo o que já tinha sido tentado e modificado, o mercado continuava a cair.

Logo neste dia, alguns analistas financeiros clamavam, desta vez, pela "segunda cotação" e pela "cotação em contínuo" como as medidas a tomar para solucionar a situação do reinício da queda, ignorando que o mercado apenas seguiria o seu curso, em direcção a um novo eventual equilíbrio.

ANEXO D

APRESENTAÇÃO DO MODELO

(MODELO DE GORDON)

A taxa de rendimento do investimento numa dada empresa, ao longo do ano, avalia-se através da expressão

$$k = (DIV_1 + P_1 - P_0)/P_0$$

em que DIV_1 são os dividendos esperados por acção no final do ano, P_0 é a cotação do título no início do ano e P_1 é a cotação esperada do título no final do ano.

Resolvendo esta expressão em ordem ao preço actual obtem-se:

$$P_0 = (DIV_1 + P_1)/(1+k)$$

Da mesma forma a cotação do título no final do ano poderá ser dada pela expressão:

$$P_1 = (DIV_2 + P_2)/(1+k)$$

em que DIV_2 e P_2 são respectivamente a cotação e os dividendos esperados no final do segundo ano.

Substituindo P_1 , dado por esta expressão, na equação de P_0 , obtem-se após simples manipulação :

$$P_0 = \text{DIV}_1/(1+k) + \text{DIV}_2/(1+k)^2 + P_2/(1+k)^2$$

Se, em vez de se considerarem as estimativas dos dividendos e cotações no final dos primeiros dois anos, se considerarem as estimativas destas duas variáveis, para o final dos "n" primeiros anos, obtem-se a expressão seguinte:

$$P_0 = \text{SUM}_{i=1,n} [\text{DIV}_i/(1+k)^i] + P_n/(1+k)^n$$

Por razões óbvias o segundo termo, do segundo membro, da equação anterior, tende para zero à medida que "n" aumenta. No limite, quando "n" tende para infinito, este segundo termo desaparece pelo que a expressão passará a ser:

$$P_0 = \text{SUM}_{i=1,n} [\text{DIV}_i/(1+k)^i]$$

que não é mais do que a conhecida expressão de actualização de fluxos de caixa, que neste caso são os dividendos.

Se considerarmos agora, que estes dividendos crescerão de ano para ano a uma taxa de crescimento constante, que designaremos por "g", a equação de P_0 ficará:

$$P_0 = \text{SUM}_{i=1,n} [(\text{DIV}_1 * (1+g)^{(i-1)})/(1+k)^i]$$

Esta expressão, de aparência tão complicada, pode ser consideravelmente simplificada com alguma manipulação algébrica (ver [26]), desde que se assuma que a taxa de capitalização do mercado (k) é superior a taxa de crescimento dos dividendos (g). Obtem-se então a expressão:

$$P_o = \text{DIV}_1 / (k - g)$$

que é universalmente conhecida por modelo de Gordon de crescimento constante, dada a projecção que os estudos deste autor lhe conferiu.

A taxa de crescimento dos dividendos pode ser estimada pela expressão:

$$g = b \cdot \text{ROE}$$

em que, " b " e ROE, são respectivamente o rácio de reinvestimento na própria empresa (conhecido por "plow-back") e a rentabilidade do capital próprio ("Return on Equity") que se obtêm pelas expressões:

$$b = 1 - \text{DIV}_1 / \text{EPS}_1$$

$$\text{ROE} = \text{EPS}_1 / \text{BPS}$$

onde EPS_1 e BPS são respectivamente os resultados líquidos esperados e o valor contabilístico por cada título.

Uma outra perspectiva da mesma realidade, para se encarar a racionalidade do comportamento dos agentes, prende-se com a classificação por vezes usada dos títulos, em títulos de crescimento e títulos de rendimento. De acordo com esta classificação, os títulos de crescimento seriam procurados pelo forte crescimento da sua cotação, enquanto os títulos de rendimento seriam procurados pelos seus dividendos.

No caso limite, uma empresa que não registasse qualquer crescimento (e como tal $P_1 = P_0$), em virtude de não fazer qualquer reinvestimento dos seus resultados, distribuiria dividendos por cada título iguais ao resultado líquido por título ($DIV_1 = EPS_1$), pelo que a taxa de capitalização do mercado seria dada por:

$$k = EPS_1 / P_0$$

Estes títulos seriam autênticas perpetuidades, pelo que a cotação actual seria dada por:

$$P_0 = EPS_1 / k$$

No outro extremo, para uma empresa que não distribuísse quaisquer dividendos ($DIV_1 = 0$), e como tal reinvestisse todos os seus resultados líquidos, a taxa de capitalização do mercado seria dada pela expressão:

$$k = (P_1 - P_0) / P_0$$

A cotação actual destes títulos seria dada pela expressão:

$$P_0 = (P_1 - P_0)/k$$

Para uma empresa deste tipo, a taxa de capitalização do mercado ("k") seria igual ao ROE da empresa, e igual à taxa de crescimento das cotações ("g"), uma vez que o rácio de "plow-back" seria igual a um. Portanto a empresa ao fim de cada exercício, ao reinvestir todos os seus resultados, iria garantir aos seus acionistas que as cotações dos seus títulos iriam crescer exactamente à taxa do ROE da empresa pelo que a expressão anterior se transforma em:

$$P_0 = (P_0 \cdot (1 + \text{ROE}) - P_0)/k$$

donde se obtém de novo a expressão:

$$P_0 = \text{EPS}_1/k$$

só que agora com um significado diferente, visto se tratar de uma perpetuidade dos "cash-flows" proporcionados pelo reinvestimento na empresa, e não dos dividendos pagos pela empresa, como no caso anterior dos títulos de rendimento.

No caso geral, para uma empresa que distribua parte dos seus resultados líquidos e reinvesta na própria empresa o restante, a sua cotação actual pode ser considerada como sendo constituída por duas parcelas de acordo com a expressão seguinte:

$$P_0 = (\text{EPS}_1/k) + \text{VAOCF}$$

A primeira parcela corresponde ao valor de cotação, que os títulos teriam numa política de não reinvestimento dos resultados. A segunda será o valor de cotação correspondente ao crescimento da empresa, proporcionado pelos reinvestimentos de parte dos seus resultados líquidos. Esta segunda parcela que se convencionou chamar, Valor Actual das Oportunidades de Crescimento Futuras, é, tal como o nome indica, o valor actual dos "cash-flows" proporcionados pelos reinvestimentos da própria empresa.

BIBLIOGRAFIA

1. Brady Commission, "Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, Submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board", Washington DC: editado por Government Publications Office, 1988.
2. General Accounting Office, "Financial Markets: Preliminary Observations on the October 1987 Crash", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. .
3. Miller, H. M., Hawke Jr. J. D., Malkiel B. e Scholes M. "Final Report of the Committee of Inquiry Appointed by the Chicago Mercantile Exchange to Examine the Events Surrounding October 19, 1987", Dow Jones Irwin Inc, 1988.
4. International Stock Exchange of Great Britain Report, "The Quality of Markets Report, Winter 1987/1988", 1988.
5. Commodity Futures Trading Commission, "The Final Report to the Commodity Futures Trading Commission", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. .

6. U.S. Securities and Exchange Commission, "The October 1987 Break: A Report by the Division of Market Regulation", Washington DC: U.S. Government Publications Office, 1988.
7. Barro, R. J., "The Stock Market and the Macroeconomy: Implications of the October 1987 Crash", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. .
8. Fama, E. F., "Prespectives on October 1987 or What Did We Learn From the Crash", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. 71-82.
9. Fischel, D. R., "Should One Agency Regulate Financial Markets", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. .
10. Meltzer, A. H., "Overview", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. 15-33.

11. Roll, R., "The International Crash of October 1987", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp. .
12. Telser, L. G., "October 1987 and the Structure of Financial Markets: An Exorcism of Demons", Black Monday and the Future of Financial Markets, Mid America Institute For Public Policy Research, Inc., editado por R. W. Kamphuis Jr., R. C. Kormendi, J. W. Watson, Dow Jones Irwin Inc, Junho de 1988, pp..
13. Miller, H. M., "The Crash of 1987 and the Crash of 1946", Financial Innovations and Market Volatility,
14. Miller, H. M., "The Crash of 1987: Bubble or Fundamental", Financial Innovations and Market Volatility,
15. Edwards, F. R., "Studies of the 1987 Stock Market Crash: Review and Appraisal", Working Paper Series CSFM - #168, Center for the study of Futures Markets, Columbia Business School, Março de 1988.
16. Bertero, E. e Mayer, C., "Structure and Performance: Global Interdependence of Stock Markets Around the Crash of October 1987", City University Business School and CEPR, Novembro 1988.
17. Metz, T., Black Monday: the catastrophe of October 19 1987 and beyond, William Morrow and Company, New York, 1988.

18. Ebeling, R. M., "Toward a Hermeneutical Economics: Expectations, Prices, and the Role of Interpretation in a Theory of the Market Process", Methodology and the Individual Decision Maker, 1986.
19. Schwartz, R. A., Equity Markets: Structure, Trading, and Performance, Harper & Row, Publishers, Inc, New York, 1988.
20. Bolsa de Valores de Lisboa, "Boletins Mensais de 1986", 1986.
21. Brigham, E. F. and Shome, D., "Estimating the Market Risk Premium", University of Florida, 1980.
22. Banco de Portugal, "Relatório do Conselho de Administração 1987", 1988.
23. Castro, F. e Freitas, P., "Mercado de Capitais em Portugal 1985-1990", Banco Português de Investimentos, Abril 1991.
24. Bolsa de Valores de Lisboa, "Relatório 1987", 1988.
25. Banco de Portugal, "Relatório do Conselho de Administração 1988", 1989.
26. Brealey, R. A. e Myers, S. C., Principles of Corporate Finance, third edition, McGraw-Hill International Editions, Singapore, 1988.